REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL

130

AÑO XXXII
ABRIL-JUNIO 2013

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN
BANCARIA Y BURSÁTIL

Director
Juan Sánchez-Calero Guilarte

LEX NOVA

THOMSON REUTERS

Revista DBB 130.indb 1 26/09/13 10:38

Presidente-Fundador

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

Director

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

Consejo Asesor

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

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

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

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

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

Comité Científico Internacional

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

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

Coordinadora

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

Consejo de Redacción

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La versión on line de esta colección, que ha sido seleccionada por el CGPJ para su utilización por los miembros de la carrera judicial, puede consultarse en **portaljuridico.lexnova.es**

© Lex Nova, 2013

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

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

Depósito Legal: VA.680-1999
ISSN: 0211-6138
Printed in Spain - Impreso en España

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

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

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

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

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

Índice

Página

Artículos

— El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID. *Juan Luis Pulido Begines* 7

— Crédito responsable: un nuevo concepto en nuestro ordenamiento. *Luis de la Peña y Juan López-Frías* 47

— La defensa del deudor hipotecario en la venta extrajudicial. *Vicente Pérez Daudí* 79

— Fraude fiscal y fraude mercantil en el Merger Leveraged Buy-OUT. *Miguel Gimeno Ribes* 111

Crónica

— Acto de presentación del Libro «Fernando Sánchez Calero. Maestro complutense» 149

— Ventajas legislativas de las participaciones preferentes para convertirlas en un instrumento óptimo de financiación. *Miguel Ángel Villacorta Hernández* 167

— Comercialización de participaciones preferentes entre clientela minorista. *Fernando Zunzunegui* 239

— ADR: El ombudsman y su incorporación a los litigios bancarios en Suiza. *Ana Isabel Blanco García* 273

Jurisprudencia

— Delimitación del error en los contratos de swap. *Celia Martínez Escribano* 293

Revista DBB 130.indb 3 26/09/13 10:38

Página

NOTICIAS

1. El nuevo Plan de Acción de la Comisión Europea en materia de Derecho de sociedades y gobierno corporativo. *Juan Sánchez-Calero* 311
2. Prolongación del régimen especial de no disolución de ciertas empresas despatrimonializadas. *Daniel Rodríguez Ruiz de Villa* 322
3. La Ley 1/2013 permite la liquidez anticipada de los seguros y planes de pensiones para evitar procedimientos de ejecución sobre la vivienda habitual. *Alberto Javier Tapia Hermida* 327
4. Circular 1/2013, de 30 de enero, de la CNMV, sobre comunicación de informaciones relativas a empresas de servicios de inversión y sus sociedades dominantes y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 330
5. La Orden de 20 de marzo de 2013 sobre el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo de sociedades anónimas cotizadas y otros documentos y el equilibrio de género en los Consejos de administración de las sociedades cotizadas españolas. *María Isabel Huerta Viesca* 332
6. Importancia del orden del día de la junta ordinaria y validez del acuerdo de no ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores sociales. *Blanca Villanueva García-Pomareda* 340
7. Desarrollo de la Directiva 2011/61/UE sobre Fondos de Inversión Alternativos mediante el Reglamento Delegado núm. 231/2013 y el Reglamento de Ejecución núm. 447/2013 de la Comisión. *Alberto Javier Tapia Hermida* . 342
8. Derecho de la competencia *«private enforcement»* y el principio de tutela judicial efectiva. *Juan Ignacio Signes de Mesa* 345
9. Los depósitos de dinero como elementos afectos al rescate de una entidad de crédito. *Juan Sánchez-Calero* 348
10. Sentencia del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre un contrato de gestión de carteras de valores. *Alberto Javier Tapia Hermida* . 350

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía 355

RECENSIÓN

Juan Ignacio Signes de Mesa. Derecho de la competencia y crisis económica. El régimen de ayudas públicas y de concentraciones en el sector financiero, por *Alberto Javier Tapia Hermida* 363

Revista DBB 130.indb 4 26/09/13 10:38

Artículos

Revista DBB 130.indb 5 26/09/13 10:38

Revista DBB 130.indb 6 26/09/13 10:38

EL DEBER DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS DE INFORMAR AL CLIENTE: LA NORMATIVA MIFID (*)

JUAN LUIS PULIDO BEGINES
Catedrático de Derecho mercantil

RESUMEN

En la actualidad existe una acusada necesidad de articular instrumentos adecuados para garantizar que la información que los clientes reciben de las entidades proveedoras de servicios financieros sea, en todo caso, la más adecuada en calidad y cantidad a sus circunstancias personales, a fin de paliar la asimetría informativa que tradicionalmente se produce en el sector financiero. Ante estas nuevas necesidades impuestas por la realidad del mercado financiero, la respuesta normativa ha llegado de diversos campos. Este sistema de protección sienta sus orígenes en normas de la década de los ochenta y lleva años elaborándose, pero esta gestación se ha visto en buena medida impulsada por las respuestas jurídicas de los Estados frente a la reciente crisis financiera.

La normativa MiFID viene a precisar, concretar y dotar de carácter imperativo a las prácticas de buena conducta que se habían venido gestando en el sector. Asimismo, desarrolla la obligación genérica de informar, de creación jurisprudencial, que pesa sobre la entidad financiera. El objetivo de MiFID es proporcionar a cada una de las categorías de clientes que establece su propio rango diferenciado de protección, adaptado a sus necesidades y circunstancias particulares, de forma que la defensa ofrecida es inversamente proporcional a la experiencia, conocimientos y recursos financieros del cliente.

Palabras clave: *MiFID, obligaciones de las entidades financieras, identificación y clasificación de los clientes, derecho de información*

ABSTRACT

Nowadays there is a strong need of adequate tools to ensure that clients receive proper information from entities providing financial services. That information must be, in any case, the most appropriate in quality and quantity to the personal circumstances of each client, in order to mitigate the information asymmetry that traditionally occurs in the financial sector. Given the new requirements imposed by financial markets, the legal response has come from various fields. This protection system was originated in the early eighties, and has been developed since then in various fields, but has been encouraged mainly by the States' legal responses to the recent financial crisis.

MiFID system is created in order to define, specify and provide mandatory force to conduct practices that had been previously brewing in the sector. It also develops the general obligation to inform hanging over the bank and created by case law in many European countries. The objective of MiFID is to provide to every category of customers their own range of differential protection, tailored regarding their actual needs and singular circumstances, so that the protection offered to each class of customers is inversely proportional to their experience, knowledge and financial resources.

Keywords: *MiFID, obligations of the credit institutions, identitification and classification of clients, right to information.*

(*) Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación La protección de los consumidores como ariete de la reforma de la empresa, las reglas de competencia y la cultura empresarial (Referencia: SEJ-P10-6073. Entidad financiadora: Junta de Andalucía).

Revista DBB 130.indb 7 26/09/13 10:38

SUMARIO

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA: LA NECESIDAD DE PROTEGER AL CLIENTE DE SERVICIOS FINANCIEROS.
2. MECANISMOS DE PROTECCIÓN

2.1. En el campo del Derecho del consumo.
2.2. Normativa específicamente financiera.

3. EL DEBER DE INFORMACIÓN DE LA ENTIDAD FINANCIERA COMO MEDIO DE PROTECCIÓN DE LA CLIENTELA.

3.1. El problema de la asimetría.
3.2. El problema de la delimitación del alcance de ese deber.

4. DISCIPLINA NORMATIVA SOBRE EL DEBER DE INFORMACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.

4.1. Reglas generales y su interpretación jurisprudencial.
4.2. Normativa legal específica sobre la información financiera pre-MiFID.
4.3. La normativa MiFID.

5. EL SISTEMA DE CLASIFICACIÓN DE LA CLIENTELA DE LA DIRECTIVA MIFID Y EL DEBER DE INFORMAR.

5.1. La clasificación de la clientela.

A) Categorías de clientes.

a) Clientes profesionales.
b) Clientes minoristas.

B) Las contrapartes elegibles.
C) Los cambios de clasificación.

5.2. La evaluación de la clientela.

A) Test de conveniencia.
B) Test de idoneidad.

6. RECAPITULACIÓN.

Revista DBB 130.indb 8 26/09/13 10:38

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA: LA NECESIDAD DE PROTEGER AL CLIENTE DE SERVICIOS FINANCIEROS

Tres motivos principales hacen necesaria la protección del cliente de las entidades financieras. En primer lugar, lo reclama la enorme desproporción de poder negocial que, por lo general, existe entre ambas partes. En segundo lugar, la asimetría de la información que se da de manera especialmente acusada en este sector. Por último, la necesidad de protección específica surge de la creciente complejidad del producto financiero en sí.

Hasta hace poco, los riesgos y los intereses dimanantes de la inversión en instrumentos financieros se regulaban en el marco de las reglas generales del Derecho privado. Recientemente, sin embargo, la situación ha cambiado.

La comercialización de servicios financieros ha experimentado una notable transformación, estrechamente vinculada a circunstancias como la gran expansión del crédito —especialmente el hipotecario— y el aumento y generalización del acceso minorista a los servicios de inversión. Si hace sólo unos años era una reducidísima minoría la que recurría a instrumentos financieros como inversión, hoy en día, el desarrollo del denominado «capitalismo popular», ha multiplicado el número de ciudadanos que recurren a estos productos[(1)], lo que implica, en último término, una transferencia de los riesgos al ahorrador minorista individual[(2)].

Por otro lado, otro factor que ha venido a trastocar el mercado de los instrumentos financieros es la aparición de nuevas variedades que aumentan la diversidad y complejidad de su tipología, y que, en algunos casos, han sido objeto de una comercialización abusiva, al intentar sus promotores colocar estos nuevos productos entre grupos de clientes carentes de la formación y experiencia adecuada para comprender los riesgos ínsitos en ellos. Entre nosotros, el caso paradigmático ha sido el de las participaciones prefe-

---

(1) CAUSSE, H., «Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier», en *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Paris, 2005, pp. 147 ss., p. 147. Como señala este autor, en la actualidad, un francés de cada seis puede calificarse de «inversor». Pero este fenómeno es palpable en el conjunto de los países de la OCDE.

(2) STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», en *Mélanges AEDBF-France, V*, Paris, 2009, pp. 425 ss., p. 426. Como consecuencia de ese proceso, se han producido en diversos países europeos fenómenos de fuertes pérdidas por parte de esos grupos, que han dado lugar a numerosos litigios y que, incluso, en los casos más graves, han despertado la curiosidad de los medios de comunicación de masas. La petición, por parte de algunos de estos colectivos, de soluciones *ad hoc* para su caso particular por medio de manifestaciones callejeras y diversos actos de protesta no ha hecho sino aumentar esa curiosidad, aumentado la percepción del problema por parte del público en general y, consecutivamente, la reacción de los poderes públicos. *Vid.,* en relación con los problemas que se han producido en Francia en este campo el Informe *Delmas-Marsalet* (<http://www.amf-france.org/documents/general/6383_1.pdf>), y la respuesta del *Comité Consultatif du Secteur Financier* del Banco de Francia, adoptada el 16 de mayo de 2006: *Avis sur les recommandations du rapport de M. Jacques Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers* (<http://www.banque-france.fr/ccsf/fr/publications/telechar/avis_r/aviscommercialisation.pdf>).

Revista DBB 130.indb 9 26/09/13 10:38

rentes[3]. Debido a la transformación experimentada por el mercado financiero en los últimos años, se han extendido a todos los clientes potenciales del mercado, sin discriminación alguna, productos muy complejos, a menudo llamados *estructurados*, que anteriormente se estipulaban, por lo general, exclusivamente con personas especializadas en el conocimiento financiero, capaces de entender todas sus implicaciones, si bien es tal la complejidad de esos productos, que en muchas ocasiones ni siquiera los propios empleados de la entidad bancaria alcanzan a abarcar todos los riesgos y ramificaciones implícitas, por lo que difícilmente pueden transmitir una información adecuada al venderlos[4]. Es por ello que algunas de las nuevas exigencias sobre transparencia y responsabilidad de los actores del mercado financiero van, precisamente, destinadas a reforzar los conocimientos de quienes intervienen comercializando productos de inversión[5].

Debe tenerse en cuenta, además, que los riesgos de los mercados financieros ya han dejado de ser una cuestión estrictamente privada que afecta a unos pocos privilegiados con medios para operar en el tráfico; antes bien, se han convertido en un riesgo

---

(3) El producto financiero conocido como *participaciones preferentes* es una inversión bancaria destinada a clientes muy cualificados e informados, con capacidad para calibrar su alto riesgo. Sin embargo, según ADICAE, Bancos y cajas españoles vendieron desde 1999 hasta principios de 2011 cerca de 30.000 millones en esas participaciones a sus clientes, sin advertirles de que existía el riesgo de perder parte del capital invertido y atrayéndolos con rentabilidades superiores que las de los depósitos. La ausencia de cualificación y la falta de información son frecuentes entre dichos clientes, que actuaron con frecuencia amparados en una larga relación de confianza con la entidad. Los afectados por la venta de estos productos han venido reclamando que se dé «una solución para todos juntos», considerando que la vía judicial tiene que ser «el último recurso» para esta solución que, a su juicio, tiene que ser «colectiva» y pasa por la «vía política».

(4) Sentencia núm. 686/2011 de AP Zaragoza, Sección 5.ª, 24 de noviembre de 2011. *Vid.,* asimismo, la SAP de Jaén de 27 de marzo de 2009 (LA LEY 79447/2009) que declaró la nulidad de un contrato marco de operaciones financieras y confirmación de permuta financiera de tipos de interés por error en el consentimiento. En la demanda el cliente manifestó que el error viene relacionado con el desconocimiento de lo que realmente estaba contratando, ante la falta de información con respecto al producto comercializado, y la escasa formación del personal encargado de dicha comercialización. En la contestación la entidad bancaria argumentó que el demandante era un cliente habitual y había adquirido anteriormente complejos productos. La sentencia destaca que no se acreditó que la entidad financiera llevara a cabo su obligación de información. El producto contratado según la sentencia no se ajusta al perfil del actor que únicamente trata de asegurar la contingencia de una posible subida de los tipos de interés de un préstamo hipotecario formalizado con la misma entidad financiera. También en el supuesto de hecho de la SAP de Álava de 7 de abril de 2009 (LA LEY 41023/2009) se declaró nulo el contrato firmado entre las partes «clip divisa acumulador multiplicador». El demandante, una entidad mercantil, firmó el contrato creyendo que esta firmando un contrato de seguro de divisas cuando en realidad no sabía ni podía entender las operaciones. La sentencia afirma que la entidad bancaria no explicó bien el contrato al cliente que expresó el consentimiento bajo error. En el mismo acto de juicio el director de la oficina de la entidad financiera reconoció que no comprendía algunas de las cláusulas del contrato y no pudo aclarar la forma en que se liquidó la cuenta al llegar la fecha de la expiración.

(5) *Vid.,* por ejemplo, la nueva Ley francesa, núm. 2010-1249, de 22 de octubre de 2010, *de regulación bancaria y financiera*, que recoge algunas de las sugerencias vertidas en el llamado *Rapport Deletré Sur le controle du respect des obligations professionnelles a l'egard de la clientele dans le secteur financier*. Para un comentario de la Ley vid. RONTCHEVSKY/STORK, en *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, núm. I, 2011, pp. 138-162, p. 153. El *Rapport Deletré* puede verse en <http://www.minefe.gouv.fr/services/rap09/091103rap-deletre.pdf>.

Revista DBB 130.indb 10 26/09/13 10:38

sistémico en nuestras sociedades de capitalismo avanzado. Los abusos o excesos que se cometen en este campo acaban afectando no sólo a los directamente interesados en unos determinados productos, sino a amplios sectores de la población, e, incluso, a la sociedad en general(6), como ha puesto dramáticamente de relieve la profunda crisis económica que venimos sufriendo desde 2007.

Por último, en la modificación del panorama financiero incide transversalmente la difusión del empleo de las nuevas tecnologías en las relaciones con los clientes. Ello ha dado lugar a nuevas formas de intercambio de productos financieros que, como consecuencia, han acentuado el carácter monopolista de los mercados(7). Esto ha hecho que devinieran inservibles los tradicionales instrumentos autorreguladores de *soft law*, desencadenado la acción normativa de los Estados.

El contexto del mercado, en definitiva, ha cambiado completamente. Algunos de los problemas descritos han ocasionado una severa crisis de confianza en el sistema financiero, con grave y visible daño para el conjunto de la economía. Surge de todo ello la necesidad de proteger al inversor minorista y no experimentado, sea calificable o no como consumidor, en su relación individual con el proveedor de servicios financieros, a través de una regulación imperativa. Y, en concreto, se origina una acusada necesidad de articular instrumentos adecuados para garantizar que la información que los clientes reciben de las entidades proveedoras de servicios financieros sea, en todo caso, la más adecuada en calidad y cantidad a sus circunstancias personales, a fin de paliar la asimetría informativa que tradicionalmente se produce en el sector financiero.

Ante estas nuevas necesidades impuestas por la realidad del mercado financiero, la respuesta normativa ha llegado de diversos campos. En todos ellos parece estar apuntándose hacia un nuevo derecho de información(8), más intenso y cualificado, cuyos perfiles no resultan aún del todo claros, por lo que se presentan problemas de delimitación. Veamos en las páginas siguientes los diversos instrumentos legislativos que se han gestado en nuestro Ordenamiento para atender a la nueva problemática de esta parcela del mercado.

2. MECANISMOS DE PROTECCIÓN

2.1. En el campo del Derecho del consumo

La tendencia legal, visible en la generalidad de los países de nuestro entorno cultural, de proteger a los clientes de servicios financieros frente a prácticas comerciales

---

(6) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», en *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, eds. Stefan GRUNDMANN y Yesim M. ATAMER, The Netherlands, 2011, pp. 105 y ss., pp. 106-107.

(7) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* p. 106.

(8) VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, 3.ª ed., Paris, 2001, p. 887.

Revista DBB 130.indb 11 26/09/13 10:38

abusivas debe enmarcarse, en principio, dentro del fenómeno más amplio del surgimiento del Derecho de defensa de los consumidores y usuarios[9], asimilándose así al ahorrador y al consumidor[10].

Los consumidores y usuarios en España cuentan con una antigua y consolidada normativa general de protección, que es plenamente aplicable a la contratación bancaria[11]. Según establece el TRLGCU [artículo 8.d)], es un derecho básico de todo consumidor *la información correcta sobre los diferentes bienes o servicios*, derecho posteriormente desarrollado en los artículos 17, 20 y 60 del mismo texto legal. La normativa sobre consumidores trata de garantizar que, cuando éstos tomen una decisión sobre la contratación, lo hagan bien informados sobre todas las características relevantes del bien o servicio y, en particular, sobre su precio final. Con ello se quiere evitar que una clase particular de agentes económicos, los consumidores, sufra las consecuencias de su propio comportamiento ineficiente, probablemente derivado de su falta de conocimiento y experiencia. De hecho, puede afirmarse que «la información» es uno de los paradigmas del Derecho europeo de protección de los consumidores[12], vinculada a un derecho subjetivo, de amplio contenido, que se extiende a materias como la comprensibilidad del lenguaje empleado en la contratación y el formato que soporta la información, y cuya finalidad es garantizar la libertad de elección y decisión del ciudadano.

Además, el consumidor de servicios financieros está protegido por un bloque normativo diverso y complejo, articulado en varios textos, como la Ley 22/2007, de 11 de julio, *sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores*; la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, *de Servicios de Pago*; la Ley 2/2009, de 31 de marzo, *por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito* y la Ley 16/2011, de 24 de junio, *de contratos de*

---

(9) Dicha tendencia hunde sus raíces en el periodo posterior a la Gran Depresión y sus primeras manifestaciones se dan en los EE.UU. Las medidas tomadas por la administración del presidente Franklin D. Roosevelt pueden considerarse el punto de partida del moderno Derecho público de la regulación de los mercados financieros (concretamente la *Banking Act* de 1933). Ya desde entonces se localiza como uno de los puntos fundamentales de esta disciplina la protección del ahorrador.

Lo que varía según los Estados es la forma que adopta esa protección. Una amplia exposición de estas diferencias puede encontrarse en RAMSAY, I., *Consumer Law and policy: Text and Material on Regulating Consumer Markets*, Oxford-Portland, 2007, pp. 107 y ss. Véase, también, G. ALPA/ S. PATTI, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, Milano, 1997, II, pp. 903 y ss.

(10) TEJERA GIMENO, M.ª C., «Instrumentos de protección de los derechos de los inversores», en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (coord. Francisco Uría), Madrid, 2007, pp. 707 y ss., en pp. 767-768, entiende que el inversor es también usuario o consumidor de productos financieros, por lo que el inversor particular debe ser considerado consumidor, aunque el objeto de su adquisición no sea estrictamente un objeto de consumo; VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* pp. 886 y ss. *Vid.,* asimismo, ALEMÁN, R., *Disciplina del crédito bancario y protección del consumidor*, Pamplona, 1995.

(11) STS de 16 de diciembre de 2009.

(12) REICH, N., «Economic Law, Consumer Interest and EU integration», en *Understanding EU Consumer Law*, Oxford, 2009, pp. 21 y ss.

Revista DBB 130.indb 12 26/09/13 10:38

crédito al consumo[13], que han acabado configurando un verdadero *Derecho especial del consumo* aplicable a la comercialización de productos financieros.

Puesto todo en perspectiva puede decirse que existen dos grupos de normas en el campo del Derecho del consumo bancario: de un lado, aquellas que con carácter general protegen a todos los consumidores y, también, al de servicios financieros, y, de otro lado, aquellas normas específicamente destinadas a proteger al consumidor de servicios financieros, de aparición muy reciente.

2.2. Normativa específicamente financiera

En paralelo al sistema genérico y específico de protección de los consumidores, ha aparecido un sistema especial de protección directa del cliente de servicios financieros[14], sea calificable o no como consumidor, articulado, principalmente, en la Ley 26/1988, de 29 de julio, *sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito*, en la Ley 24/1988, de 28 de julio, *del Mercado de Valores*, en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de *Economía Sostenible*, y en las correspondientes normas de desarrollo que después serán analizadas. Buena parte de estas reglas constituye la transposición española de la conocida como *Normativa MiFID*, que después será analizada con más detalle.

Se trata de una normativa que no es, en sentido estricto, de protección a los consumidores, pues su ámbito subjetivo es más amplio: se aplica a todos los contratos bancarios, cualquiera que sea la finalidad que las partes persigan con el contrato. Ello prueba la evolución del Derecho europeo en este campo y su tendencia a ampliar el concepto de consumidor para incluir a un rango de usuarios de servicios más amplio[15], como ocurre, por ejemplo, en materia de Viajes Combinados. Como consecuencia, surge en la legislación financiera un sistema especial de protección directa del cliente, que va más allá del mecanismo de defensa general de los consumidores y de las obligaciones generales de la buena fe[16].

---

(13) *Vid.,* MARIMÓN DURÁ, R., *La tutela del usuario en el contrato bancario electrónico*, Cizur Menor, 2010; MONTES RODRÍGUEZ, M.ª P., «Novedades en la normativa de protección de los consumidores en la contratación de servicios financieros», en *Estudios de Derecho del mercando financiero. Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Valencia, 2010, pp. 879 y ss., como, señala esta autora, el legislador ha querido mantener al margen de la legislación general de protección a los consumidores las reglas relativas a los contratos sobre productos o servicios financieros, formando con ellas un bloque heterogéneo de normas de diverso rango y antigüedad, lo que se justifica, según expresamente se dice en la Exposición de Motivos del TRLGDCU, atendiendo a la incidencia específica de tales normas en el ámbito financiero. *Vid.,* asimismo, PETIT LAVALL, M.ª V.ª, «El régimen jurídico de la contratación con consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de la intermediación en el crédito por entidades no de crédito de la Ley 2/2009, de 31 de marzo», en *Estudios de Derecho del mercando financiero. Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Valencia, 2010, pp. 909 y ss.

(14) PÉREZ DE MADRID CARRERAS, V., «La protección del consumidor en la contratación bancaria», en *Derecho (privado) de los consumidores*, Luis María Miranda Serrano y Javier Pagador López (coords.), Madrid, 2012, pp. 415 y ss., en p. 416; VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* p. 302.

(15) REICH, N., «Economic Law, Consumer Interest and EU integration», *cit.,* pp. 49 y ss.

(16) ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, 3.ª ed., Madrid, 2005, p. 470.

Revista DBB 130.indb 13 26/09/13 10:38

La protección del cliente de servicios bancarios trata de paliar los efectos que produce la desventaja informativa, fomenta la transparencia en las relaciones entidad-cliente a lo largo de todo el tracto de la negociación bancaria y refuerza las exigencias formales de la contratación bancaria(17). Este principio de transparencia, entendido en sentido amplio, implica la imposición de mecanismos que ofrezcan información suficiente sobre quiénes participan en el mercado, sobre los bienes objeto del tráfico, así como sobre las operaciones propiamente dichas y es indispensable para que los operadores económicos o los consumidores puedan adoptar sus decisiones con adecuado criterio(18). Su finalidad principal no es otra que lograr que los clientes estén en condiciones de comprender el alcance de sus derechos y obligaciones. Pero no sólo: además de la tutela específica del cliente, la normativa procura preservar la eficiencia del sistema bancario, en interés público, porque el establecimiento de un marco adecuado de funcionamiento de los mercados financieros es esencial para el buen funcionamiento de la economía del país, en tanto promueve en última instancia la competencia entre las distintas entidades financieras(19).

Como es sabido, el mercado financiero tiene sus propias reglas y necesidades y tradicionalmente ha dispuesto de un mayor margen para la autorregulación, de la que han surgido reglas deontológicas que han acabado plasmándose en códigos de conducta internos(20). Junto a ellas, han venido perfilándose para este sector determinadas reglas sobre primacía del interés del cliente, que imponen sobre la entidad financiera un deber profesional de transparencia especial, más allá de las exigencias del Derecho común, que obliga a actuar con honestidad y lealtad(21): es la llamada normativa de transparencia y protección de la clientela, cuyo núcleo y principio básico es la protección del pequeño ahorrador e inversor(22).

---

(17) MIRALLES SÁEZ, E., «La protección de la clientela en la relación bancaria», en *La contratación bancaria* (dirs. Adolfo SEQUEIRA, Enrique GADEA y Fernando SACRISTÁN), Madrid, 2007, pp. 281 y ss.; DAVO, H., «Formalisme bancaire et protection du consommateur», *Études de droit de la consommation.* Liber amicorum *Jean Calais-Auloy*, Paris, 2004, pp. 329 y ss.; ASSIES/BEULE/HEISE/STRUBE, *Handbuch des Fachanwalts Bank-und Kapitalmarkrecht*, 2.ª ed., Köln, 2010, pp. 51 y ss.

(18) BERCOVITZ, A., «El principio de transparencia en el Derecho mercantil», en *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al profesor José María Muñoz Planas*, Cizur Menor, 2011, pp. 99 y ss., p. 100; CORTÉS, L.J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, 2004, pp. 34-35.

(19) MIRALLES SÁEZ, E., «La protección de la clientela en la relación bancaria», *cit.,* p. 281.

(20) FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., *Las normas de conducta en el Derecho del mercado de valores*, Madrid, 2000; G. ALPA/ S. PATTI, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, *cit.,* pp. 916 y ss.

(21) ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, *cit.,* p. 469; STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* p. 429.

(22) En este sentido GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», en *Droit Bancaire et financiere. Málanges AEDBF-France V*, Paris, 2008, pp. 209 y ss., en p. 212. *Vid.,* también, CUÑAT EDO, V., «Las limitaciones a la libertad en el ámbito contractual bancario», en *Protección de particulares frente a las malas prácticas bancarias II. Estudios de Derecho Judicial* 79, Madrid, 2006, pp. 13 y ss.; MIRALLES SÁEZ, E., «La protección de la clientela en la relación bancaria», *cit.,* pp. 277 y ss.; ILLESCAS ORTIZ, R.,

Revista DBB 130.indb 14 26/09/13 10:38

Este sistema de protección sienta sus orígenes en normas de la década de los ochenta y lleva años elaborándose, lenta pero continuadamente[23], aunque puede decirse que esta gestación se ha visto en buena medida impulsada por las respuestas jurídicas de los Estados frente a la reciente crisis financiera[24].

3. EL DEBER DE INFORMACIÓN DE LA ENTIDAD FINANCIERA COMO MEDIO DE PROTECCIÓN DE LA CLIENTELA

3.1. El problema de la asimetría

En los últimos años se ha desarrollado toda una teoría económica sobre la asimetría de la información y sus consecuencias[25]. Desde un punto de vista general, los problemas de información asimétrica se producen siempre que en una relación bilateral una de las partes dispone de más y mejor información que la otra. Esto es particularmente relevante en el sector bancario, donde, además, se produce con frecuencia una «deformación» de la información que facilita el banco (lo que algún autor ha de-

---

«Los contratos bancarios: reglas de información, documentación y ejecución», *RDBB*, núm. 34, 1989, pp. 261 y ss.; GARCÍA CRUCES, J.A., «La protección de la clientela en el ordenamiento sectorial de la banca. Consideraciones en torno a la OM de 12 de diciembre de 1989 y la Circular 8/90», *RDBB*, núm. 46, pp. 409-438. *Vid.,* también, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La protección del inversor en el mercado de capitales», en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008, pp. 535 y ss., quien expresa sus dudas de que la moderna disciplina del mercado de valores deba tratarse como un mero capítulo de la protección del consumidor.

(23) Los primeros pasos se dan con la Orden ministerial de 17 de enero de 1981, *sobre liberalización de tipos de interés y dividendos bancarios y financiación a largo plazo* (BOE núm. 16, de 19 de enero de 1981), seguida por la Circular 13/1981, de 24 de febrero, del Banco de España. Con posterioridad a la promulgación de la Ley 26/1988 (LDIEC), se aprueba la Orden ministerial de 12 de diciembre de 1989, desarrollada por la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, del Banco de España. Para los detalles puede verse MARTÍNEZ DE SALAZAR, L., «El derecho a la información de la clientela de las entidades de crédito», en *RDBB*, núm. 51, julio-septiembre 1993, pp. 763 y ss.

(24) Cfr. MADRID PARRA, A., «Respuestas jurídicas a la crisis financiera de 2008», en *CDC* 57, junio de 2012, pp. 13-104, pp. 32 y ss. En este marco, se han aprobado, por ejemplo, en los EE.UU., la *Housing and Economic Recovery Act* de 2008, que pretende crear un sistema que proporcione a los consumidores información fácilmente accesible y gratuita, por medios electrónicos, y, sobre todo, la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, por medio de la cual se crea una agencia de protección al consumidor en el ámbito financiero (Bureau of Consumer Finantial Protection). En esta última se precisan, además, los requisitos de información que el gestor que origina un crédito ha de facilitar al solicitante de éste (sección 1419).

(25) *Vid.,* por todos, HOPT, K.J./VOIGT, H.C., «Grundsatz -und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung», en *Prospekt –und Kapitalmarkt- informationshaftun*, Tübingen, 2005, pp. 11 y ss.; HAGER, M.G., *Die wertpapierangebotsrechtliche Vorankündigung*, Baden-Baden, 2004, pp. 40 y ss.; STIGLITZ/WEISS, «Asymmetric information in credit markets and its implications for macroeconomics», *Oxford Economic Papers*, 44, 1992, pp. 694-724; HEINE, K./JANAL, R., «Suretyships and Consumer Protection in the European Union through the Glasses of Law and Economics», en *Regulating Unfair Banking Practices in Europe: The Case of Personal Suretyships*, eds., A.C. CIACCHI & S. WEATHERILL, Oxford, 2010, pp. 5 y ss.

Revista DBB 130.indb 15 26/09/13 10:38

nominado un «*aléa de moralité*»[26]). Las entidades financieras actúan en los mercados primarios y secundarios como intermediarios de servicios financieros y productos de inversión. Pero no operan simplemente como «distribuidores» de esos productos o servicios, sino que, además, incorporan a sus prestaciones el valor añadido de la valiosa información que proporcionan a sus clientes. Esa información va referida a los diversos tipos de productos o servicios de inversión disponibles en los mercados, pero también facilita o promueve el proceso de decisión del cliente, dado que la entidad ayuda al cliente a interpretar la información disponible, al estar en las mejores condiciones para hacerlo, y a tomar sus decisiones. Su participación en el proceso de formación de la voluntad del cliente es esencial.

La asimetría de la información revela el hecho de que las partes del contrato no están en situación de igualdad. En el sector bancario, el banco dispone de técnicas y conocimientos muy depurados que constituyen en su favor una posición de especial fortaleza en la relación contractual. Al otro lado, el cliente, «profano» en una materia casi esotérica, precisaría años de estudio y acceso a fuentes de información muy opacas, y prácticamente inaccesibles, para situarse a un nivel equivalente[27].

En el sector bancario, la asimetría de la información se da a todos los niveles[28], pero es, lógicamente, en el campo de las relaciones con clientes de escasa experiencia y formación financiera donde se hace particularmente necesaria la creación de un marco adecuado de protección que limite los efectos perniciosos de la asimetría y permita a los clientes adoptar sus decisiones económicas de la forma más conveniente y equilibrada[29]. El perfil de estos de clientes corresponde a un tipo que depende casi exclusivamente de la información que proporciona el banco o su asesor en relación con productos, precios y sistemas de negociación, y que no dispone de mecanismos de comprobación o valoración sobre la validez de la información o el consejo que recibe[30]. No es un tipo de cliente capaz de interpretar siquiera qué tipo de información necesita; por consiguiente, no está en condiciones de defender adecuadamente sus propios intereses con los instrumentos habituales que ofrece el Derecho privado y ha de ser protegido de su propia ignorancia. Por eso, al ir a la raíz de la deficiente reciproci-

---

(26) *Vid.* ROUTIER, R., *Obligations et responsabilités du banquier*, 3.ª ed., Paris, 2011, p. 688.

(27) PENN, B., «Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Conduct of Business», (2007) 22 *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, pp. 20 y ss.

(28) Por ejemplo, MADRID PARRA, A., «Respuestas jurídicas a la crisis financiera de 2008», *cit.,* pp. 83-84, cita la asimetría que existe entre la información de que disponen el originador y el inversor en las complejas estructuras de titulación hipotecaria.

(29) Cfr. CLÉMENT, J.F., «le banquier, vecteur d'informations», *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Economique*, Avril-Juin, 1997, pp. 203 y ss.; MINNECI, U., «Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, LXV, 5, Settembre-Ottobre 2012, pp. 568-598; LENER, R./LUCANTONI, P., «Regole di condotta nella negozianione degli strumenti finanziari complessi disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, vol. LXV, 4, Luglio-Agosto 2012, pp. 369-402.

(30) SMITH, D./LEGGETT, S., «Client Classification», en *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*, ed. Chris SKINNER, Chichester, 2007, pp. 65 y ss.

Revista DBB 130.indb 16 26/09/13 10:38

dad contractual, puede afirmarse que el derecho de información del cliente es la más importante herramienta de protección de sus intereses(31).

3.2. El problema de la delimitación del alcance de ese deber

La existencia del problema de la asimetría informativa y la necesidad de articular algún sistema jurídico para remediarla no ofrecen dudas, lo que resulta extremadamente complejo es concretar las normas que consigan la finalidad de protección sin causar perturbaciones relevantes en el funcionamiento de los mercados financieros.

El principal problema que plantea la formulación de reglas jurídicas a estos efectos es discernir, en los casos en que un cliente haya sufrido una pérdida patrimonial como consecuencia de una operación financiera, entre dos posibles situaciones. De un lado, los casos en que la pérdida sea atribuible al defecto de la entidad financiera al no proporcionar al cliente información de suficiente calidad o cantidad para operar con seguridad en el mercado financiero. Del otro, las situaciones en que la pérdida ha sido debida al riesgo especulativo propio de los mercados.

Es característica esencial a la operación con productos financieros su naturaleza arriesgada. Estos mercados son «el reino del azar, en el que penetramos con los ojos cerrados»(32). Los inversores saben, o deberían siempre inexcusablemente saber, que cuando compran un producto de renta variable pueden sufrir pérdidas económicas. En este sentido, es una realidad que muchos inversores, cuando incurren en pérdidas, tienden a invocar contra el prestador de servicios financieros una violación de su derecho a ser informado.

En el terreno en el que nos estamos adentrando, es crucial distinguir entre el riesgo económico o financiero, que debe sufrir el cliente que ha prestado un consentimiento no viciado para el perfeccionamiento de la operación, y el incumplimiento por parte de la entidad de las obligaciones informativas que le competen. A ello se llega a través de un delicado equilibrio de intereses que no siempre está bien resuelto por el Ordenamiento, porque en la práctica resulta ciertamente difícil trazar la línea entre un cliente al que se le ha escamoteado información y un simple especulador desafortunado(33).

4. DISCIPLINA NORMATIVA SOBRE EL DEBER DE INFORMACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

La doctrina ha ido perfilando desde hace años un deber general y permanente de informar del banco(34), correlativa con el derecho del cliente a ser informado. Unos de-

---

(31) GARCÍA-CRUCES, J.A., «La protección de la clientela en el ordenamiento sectorial de la banca», *RDBB*, núm. 46, 1992, pp. 420 y ss.; MIRALLES SÁEZ, E., «La protección de la clientela en la relación bancaria», *cit.,* p. 281.

(32) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La protección del inversor en el mercado de capitales», *cit.,* p. 539.

(33) VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* p. 887. *Vid.,* también, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La protección del inversor en el mercado de capitales», *cit.,* pp. 539 y ss.

(34) CLÉMENT, J.F., «Le banquier, vecteur d'informations», *cit.,* p. 203: «*Les banques sont trop bien placées pour que l'on puisse faire l'économie d'une obligation générale et permanente d'in-*

Revista DBB 130.indb 17 26/09/13 10:38

beres informativos que se caracterizan por ser notablemente superiores a los exigidos en otros sectores de la contratación[35] y por recaer sobre una información de tipo técnico-jurídico muy compleja. Esa obligación está hoy claramente plasmada en nuestro Ordenamiento (artículo 79 bis.1 LMV).

En un primer momento, el deber dimana de la interpretación jurisprudencial que los tribunales superiores hacen de las Reglas Generales del Ordenamiento. Lógicamente, el grado de desarrollo y las características de esta doctrina varían de unos países a otros, pero puede afirmarse que, con carácter general, en la mayoría de los países de nuestro entorno se han gestado principios que tienden a perfilar de manera más o menos amplia el deber que tratamos.

Posteriormente, exigencias de orden público ligadas al buen desarrollo de los mercados financieros hicieron que en la mayoría de los Estados aquellos principios se plasmasen en normas de diverso rango. Esta disciplina legal es la que nos interesa prioritariamente en este trabajo, si bien antes debe hacerse alguna breve referencia a los precedentes jurisprudenciales que están en la base de los principios, cuyo desarrollo a lo largo del tiempo ha ido plasmándose en diversos códigos de conducta, o de buenas prácticas, que precisan los comportamientos considerados adecuados en las relaciones banco-cliente, así como las conductas a evitar[36].

---

formation»; GAVALDA/STOUFFLET, *Droit Bancaire*, 8.ª ed., Paris, 2010, pp. 191 y ss.; FERRANDO VILLALBA, M.L., «Anulación de los contratos de swap defectuosa información al cliente», en *Estudios de Derecho del mercado financiero. Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Valencia, 2010, pp. 373 y ss.; MIRALLES SÁEZ, E., «La protección de la clientela en la relación bancaria», *cit.,* pp. 283 y ss.; ABDALA, M.E., «Las obligaciones de los bancos e intermediarios de inversión de informar y asesorar a sus clientes y las responsabilidades emergentes de su inobservancia», *RDBB,* núm. 78, 2000, pp. 145-165; VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* pp. 887 y ss.; TANDEAU DE MARSAC, S., «L'obligation d'information de l'intermédiaire financier», en *Banque*, núm. 567, pp. 54 ss.; MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», en *Droit bancaire et financiere. Mélanges AEDBF-France*, V, Paris, 2009, pp. 313 y ss.; ABEGGLEN, S., *Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen*, Bern, 2004, pp. 310 y ss.; GARCIA-PITA Y LASTRES, J.L., *Las entidades de crédito y sus operaciones*. Vol. 5. *Operaciones bancarias neutras*, Madrid, 2009, pp. 541 ss.

Otros autores, aun negando la existencia de un deber general de información del banco, reconocen la existencia de una creciente lista de supuestos en los que la ley o la jurisprudencia les impone tal obligación. *Vid.* VÉZIAN, J., *La responsabilité du banquier en droit privé français*, 3.ª ed., Paris, 1983, pp. 238 y ss.; VASSEUR, M., «Des responsabilités encorues par le banquier en raison des informations avis et conseils dispensés à ses clients», *Banque* 1983, pp. 943 y ss. CLÉMENT, J.F., «Le banquier, vecteur d'informations», en *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, 50, 1997, pp. 203-221, p. 207, por su parte, opina que, en la época en la que escribe la obra citada, no existe tal derecho, pero reclama su configuración legal.

(35) FERRANDO VILLALBA, M.L., «Anulación de los contratos de swap defectuosa información al cliente», *cit.,* pp. 375.

(36) BRINKMANN, M., «Wohlverhaltensregeln für eine anlegergerechte Wertpapierberatung», en *Compliance. Konsequenzen verschärfter Vorgaben aus WpHG und Bankenaufsicht*, 3.ª ed., Heildelberg, 2010, pp. 267 y ss.

Revista DBB 130.indb 18 26/09/13 10:38

4.1. Reglas generales del Ordenamiento y su interpretación jurisprudencial

La jurisprudencia, como decimos, ha ido perfilado un deber general de información a cargo de las entidades financieras y para ello ha empleado diversos instrumentos, pero se trata de un deber de contenido y el alcance no pacíficos.

De un lado, el deber se enmarca dentro de la obligación de aconsejar e informar al cliente con lealtad y diligencia, que pesa sobre todo profesional[37] y ha sido construido por la jurisprudencia española y de los países de nuestro entorno cultural en términos más o menos semejantes, hasta plasmar un principio bien consolidado en virtud del cual todo cliente, cualquiera que sea su relación contractual con el banco, debe ser informado por éste, antes de la perfección del contrato, de los riesgos que comporta la operación especulativa de que se trate[38]. De este deber general emanan, en buena medida, todas las construcciones posteriores sobre códigos deontológicos de buena conducta[39] y, en virtud de él, resulta evidente que la obligación de informar del banco es más acusada cuando trata con clientes poco familiarizados con el sector financiero, aunque su alcance sea difícil de precisar[40].

De forma concurrente, en la génesis del deber de informar del banco también se halla imbricado el principio general de buena fe[41], vigente en la generalidad del Derecho de contratos de los países de nuestro entorno cultural y plasmado en los *Principios del Derecho Europeo de Contratos* (artículos 1106, 1107 y 1109)[42]. Resulta evidente que el deber de actuar de buena fe lleva implícito el deber de negociar de buena fe y, consiguientemente, de proporcionar a la otra parte información acerca de los aspectos fundamentales del negocio. Las normas de conducta de rango administrativo, de hecho, sirven para dotar de contenido al artículo 57 del Cod.com. y al artículo 1258 del C.c.[43]

---

(37) *Vid.* ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, *cit.,* pp. 469 y ss.; ROUTIER, R., *Obligations et responsabilités du banquier*, *cit.,* p. 688; BENAYOUN, A., «L'obligation d'information ou de conseil de la banque», *Legicom*, núm. 19, 3/1999, pp. 67 y ss.; BURY, B., «Observation sur l'exigence d'un consentement libre et éclairé et le recentrage de l'obligation d'informer du banquier», *Revue de Droit Bancaire et Financiere*, Mai-Juin 2007, pp. 65-71; CAUSSE, H., «Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier», *cit.,* p. 149; STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* p. 429; VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* p. 887 .

(38) *Vid.,* por ejemplo, en Francia, sentencia de *la Cour de Cassation* de 5 de noviembre de 1991, para los detalles CAUSSE, H., «Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier», *cit.,* pp. 148 y ss.

(39) CORTÉS, L.J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, *cit.,* pp. 222 y ss.; VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* p. 896.

(40) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* p. 156; LONGFILS, F., *La responsabilité des intermédiaires financieres*, Waterloo, 2006, pp. 12 y ss.

(41) FERRANDO VILLALBA, M.L., «Anulación de los contratos de swap defectuosa información al cliente», *cit.,* p. 374.

(42) *Vid.* LANDO, O./BEALE, H. (eds.), *Principles of European Contract Law*, Dordrecht, 1995, pp. 53 y ss.

(43) ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, *cit.,* p. 470.

Revista DBB 130.indb 19 26/09/13 10:38

En algunos países, como en Francia, esta jurisprudencia ha alcanzado un alto grado de desarrollo y detalle[44] y ha perfilado una distinción entre deber de información (*obligation d'information*) y deber de alertar al cliente de los riesgos de la operación (*obligation de mise en garde*), diferentes por su contenido y alcance. Por lo que respecta a la primera, conlleva la imposición a la entidad financiera de la obligación de proporcionar información completa, exacta y no engañosa, sobre las características esenciales del producto o servicio propuesto. Se trata de una obligación valorable objetivamente, por lo que se impone a la entidad sin condición alguna, en un amplio espectro de servicios. Por el contrario, la obligación de *mise en garde* se centra sobre los aspectos negativos del producto o servicio considerado, y consiste en llamar la atención del cliente sobre los riesgos de la operación y sobre las precauciones que debe tomar[45]. Tiene, por tanto, un elevado componente subjetivo, más limitado que la anterior, y no se impone a la entidad con carácter general, sino tan sólo cuando se cumplen dos condiciones: que se trate de una operación de tipo especulativo[46] y que la lleve a cabo un cliente *non averti*[47], esto es, profano o no experimentado en ese tipo de operaciones. En tal caso, la entidad debe informar al cliente sobre la posibilidad real de incurrir en pérdidas e, incluso, de perder lo invertido. La valoración de la experiencia del cliente debe hacerse en concreto, teniendo en cuenta los años y el grado de experiencia acumulada en materia de inversiones especulativas, su profesión, sus capacidades intelectuales, su edad y los riesgos específicos de la operación[48]. En los casos extremos, la entidad debe renunciar a participar en la operación que le solicita el cliente *non averti* si no se dan las condiciones comentadas[49], algo que no ocurre en los supuestos en que el cliente sea profesional o se considere cualificado.

Por consiguiente, dentro del campo de la información bancaria, en Francia funciona una distinción entre diversos tipos de clientes, cada uno de los cuales es sujeto de un diverso grado de protección en el terreno informativo, sobre la base jurisprudencial de la definición del inversor *averti* como aquel que tiene conocimiento y experiencia suficientes en el campo de las operaciones especulativas. A fin de comprobar esta

---

(44) Para los detalles, puede verse, por ejemplo: STORCK, M., «Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement», en *Bulletin Joly Bourse*, núm. 3, mai-juin 2007, § 66; COTTY, T./ZADGORSKA, D., «L'investisseur face aux nouveux contours des obligations d'information et de mise en garde du banquier», en *Revue Trimestrielle du droit financiere*, núm. 3, 2009, pp. 33 y ss.; MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* pp. 313 y ss.

(45) MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* p. 315.

(46) La operación se considera por los tribunales de tipo especulativo cuando el cliente no puede saber con antelación y precisión el alcance de las posibles pérdidas en las que puede incurrir como consecuencia de ella. Sentencia de la *Cour de Cassation* de 19 de junio de 2007.

(47) Así se estableció en la importante sentencia de la *Cour de Cassation* de 5 de noviembre de 1991. La jurisprudencia posterior no ha hecho sino confirmar esta tendencia. Así, por ejemplo, en las resoluciones del mismo tribunal de 10 de diciembre de 1996 o de 22 de mayo de 2001.

(48) MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* pp. 313 y ss.; STORCK, M., «Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement», *cit.,* § 66.

(49) No obstante, como señala MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* p. 315, ni la jurisprudencia ni la Ley han establecido todavía con claridad una obligación absoluta de abstención en estos casos.

Revista DBB 130.indb 20 26/09/13 10:38

condición del cliente, debe llevarse a cabo, en concreto, algún tipo de evaluación o recogida de información sobre él, sin que sea suficiente presumirla por su profesión, su titulación o sus propias declaraciones[50].

4.2. Normativa legal específica sobre la información financiera pre-MiFID

El primer eslabón de la cadena normativa destinada a garantizar en España la transparencia de los mercados financieros surge como desarrollo del artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, *sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito*. Este precepto, con la expresa finalidad de proteger los legítimos intereses de la clientela de las entidades de crédito, y sin perjuicio de la libertad de contratación, dotó al Ministerio de Economía y Hacienda de la facultad de dictar las normas necesarias para tutelar las citadas relaciones entre las entidades de crédito y su clientela y conducirlas a la máxima transparencia[51]. Posterior desarrollo reglamentario vino a dar contenido a la mencionada regulación, como 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*.

Esta disciplina supuso un paso importante en la mejora de las condiciones de transparencia del mercado financiero español, pero presentaba importantes limitaciones[52], a las que se unieron deficiencias en la normativa común o general de transparencia bancaria española que paulatinamente la han ido revelando como obsoleta. Por ello, la legislación financiera de transparencia ha seguido avanzando en determinadas áreas sectoriales, sobre todo en el campo de la defensa de los ahorradores. Es el caso de la Ley 16/2011, de 24 de junio, *de contratos de crédito al consumo*[53]; la Ley 2/2009, de 31 de marzo, *por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de*

---

(50) Sentencia de la *Cour de Cassation* de 12 de febrero de 2008.

(51) Para los detalles de la normativa pre MiFID puede verse MIRALLES SÁEZ, E., «La protección de la clientela en la relación bancaria», *cit.,* pp. 279 y ss.; CUÑAT EDO, V., «Las limitaciones a la libertad en el ámbito contractual bancario», pp. 13 y ss.; MIRAMÓN DURÁ, R., «La nueva regulación de los órganos de defensa del cliente bancario. La experiencia del servicio de reclamaciones del Banco de España», en *Protección de particulares frente a las malas prácticas bancarias. Estudios de Derecho Judicial* 55, Madrid, 2005, pp. 213 y ss.; y RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «La protección del consumidor frente a las malas prácticas bancarias en la administración de valores», en *Protección de particulares frente a las malas prácticas bancarias II. Estudios de Derecho Judicial* 79, Madrid, 2006, pp. 189 y ss.

(52) Para los detalles véase CUÑAT EDO, V., «Las limitaciones a la libertad en el ámbito contractual bancario», *cit.,* pp. 13 y ss.

(53) La LCCC obliga a los prestamistas a facilitar al consumidor la toma de decisiones sobre los diversos productos ofertados (artículos 11 y 12). En particular, los prestamistas facilitarán al consumidor explicaciones adecuadas de forma individualizada para que éste pueda evaluar si el contrato de crédito propuesto se ajusta a sus intereses, a sus necesidades y a su situación financiera, si fuera preciso explicando la información precontractual, las características esenciales de los productos propuestos y los efectos específicos que pueden tener sobre el consumidor, incluidas las consecuencias en caso de impago por parte de éste. Se trata, en definitiva, de que el consumidor pueda comprender las repercusiones del contrato sobre su situación económica.

Revista DBB 130.indb 21 26/09/13 10:38

contratos de préstamo o crédito, que extiende el régimen de transparencia a otros intermediarios financieros diferentes de las entidades de crédito; 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 la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, *de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios*.

Existe, además, un conjunto de disposiciones que perfilan la obligación específica de informar, e incluso de asesorar, adecuadamente al cliente de determinados productos o servicios financieros, como puede ser, por ejemplo, la obligación que se impone con especial rigor en relación con determinadas operaciones especialmente complejas, como los swaps(54). Las obligaciones concretas de información están precisadas en el artículo 79 bis LMV y en sus normas de desarrollo.

4.3. El sistema específico de protección de la normativa MiFID

La normativa MiFID viene a precisar, concretar y dotar de carácter imperativo a las prácticas de buena conducta que se habían venido gestando en el sector. Asimismo, desarrolla la obligación genérica de informar, de creación jurisprudencial, que pesa sobre la entidad financiera.

La Directiva 2004/39/EC, del Parlamento Europeo y del Consejo, *relativa a los mercados de instrumentos financieros*, conocida por sus siglas en inglés como MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), y sus normas de desarrollo y ejecución, la Directiva 2006/73/CE y el Reglamento (CE) 1287/2006, componen un conjunto normativo que pretende crear un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión(55), utilizando para ello el conocido Proceso *Lamfalussy*(56). Este bloque nor-

---

(54) FERRANDO VILLALBA, M.L., «Anulación de los contratos de swap defectuosa información al cliente», *cit.,* pp. 378. Como pone de relieve esta autora, el contrato de swap es un producto financiero de difícil comprensión, que contiene conceptos muchas veces ajenos a nuestra tradición jurídica y de elevado contenido técnico-económico. Pero, sobre todo, carece de información clara y precisa sobre la evolución del contrato y los elevados riesgos que puede llegar a asumir el cliente.

(55) Para los detalles puede verse, por ejemplo, SCHWINTOWSKI, H.P., *MiFID, VVR-Zeit für (die) Neuorientierung bei den deutschen Finanzdienstleistern*, Baden-Baden, 2007, pp. 151 y ss.; P. CLOUTH/T. SEYFRIED, «Kundenkategorisierung: Ausgestaltung, Zielsetzung und Bedeutung für die Verhaltenspflichten», en *MiFID Praktikerhandbuch*, ed. Peter CLOUTH y Volker LANG, Köln, 2007, pp. 25 y ss.; STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* pp. 425 y ss.

(56) Desde que se puso en marcha el proceso de unificación e integración de la regulación de los mercados financieros europeos, elemento clave para poder competir con otras áreas económicas como los EE.UU., se puso de relieve que el proceso iba a ser complicado y posiblemente lento. Iba a ser necesario reestructurar completamente los mercados de los diversos Estados miembros, cada uno de ellos con peculiaridades propias. Conscientes de esta dificultad, para la consecución de esos objetivos la Directiva utilizaba el conocido como *Proceso Lamfalussy*, que quiso ser una alternativa más flexible y ágil al método tradicional de creación legislativa europea basado en la codecisión. Se trata de un procedimiento utilizado en la Unión Europea para el desarrollo legislativo de los servicios financieros (valores, banca y seguros), que debe su nombre al presidente del comité de sabios que redactó el informe sobre la Regulación de los

Revista DBB 130.indb 22 26/09/13 10:38

mativo entró en vigor el 1 de noviembre de 2007, con un doble objetivo: de un lado, crear un mercado único de servicios financieros y preservar su integridad; del otro, fomentar la transparencia, la equidad y la protección de los inversores. La Directiva se traspone al Ordenamiento español mediante Ley 47/2007, de 19 de noviembre, *por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, si bien ésta sólo incorpora a nuestro ordenamiento de forma muy parcial tales códigos de conducta. La concreción de la mayoría de las obligaciones y normas contenidas en la Directiva 2006/73/CE se dejan al desarrollo reglamentario, con más nivel de detalle (*vid.,* por ejemplo, la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, *sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos*).

El efecto principal de la normativa MiFID es un endurecimiento de las exigencias que deben cumplir las entidades que prestan servicios, a favor de sus clientes minoristas y en cuanto a normas de conducta, tales como las obligaciones de conocer al cliente, de informarle, o el registro de contratos, o las obligaciones relativas a la gestión de órdenes y la política de mejor ejecución[57]. La normativa MiFID constituye como punto de partida los deberes generales de comportamiento de la entidad financiera, como el de comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando del interés del cliente como si fuera propio y observando, en particular, las normas de conducta que recoge el texto[58].

En materia de suministro de información, el artículo 19.1 Directiva 2004/39/CE dispone que toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigidas por la empresa de inversión a los clientes o posibles clientes serán *imparciales, claras y no engañosas*. Las comunicaciones publicitarias han de ser claramente identificables como tales[59].

La Directiva de desarrollo[60], en su artículo 27.2, ofrece, además, algunas precisiones sobre las cualidades que debe reunir la información para poder ser considerada correcta: ha de ser *completa y comprensible*:

---

mercados financieros en Europa, en febrero del 2001, Alexandre Lamfalussy. Este mecanismo está constituido por diversos niveles de creación legislativa, cada uno de ellos centrado en un estadio específico de la creación e implementación de la normativa financiera. Con ello se quiere promover la profesionalidad en la acción legislativa, incrementar la flexibilidad del Ordenamiento y acelerar los procesos de adaptación de las leyes a realidades sometidas a cambios constantes y rápidos, como son las de los mercados financieros. Un comentario sobre este procedimiento legislativo puede encontrarse en MOLONY, N., «The Lamfalussy Legislative Model: A New Era for the EC Securities and Investment services Regime», (2003) 52 *International and Comparative Law Quarterly*, pp. 509 y ss.; BERGER, N., «Mise en oeuvre par la Commission et le Parlament des recommandations du groupe Lamfalussy sur les marchés financieres», (2002) *Revue du Marché Commun et de l'Union Européenne*, pp. 403 y ss.; O'KEEFFE, D./CAREY, N., «Financial services and internal market», en *Capital Markets in the Age of the Euro,* eds. Guido FERRARINI, Klaus J. HOPT y Eddy WYMEERSCH, The Hague, 2002, pp. 11 y ss.; SOUCI, B., «L'approche Lamfalussy: une méthode douce pour détricoter l'harmonisation financière européenne?», en *Droit affaires* 2002, núm. 44, p. 332.

(57) MARENZI, J./SINDELAR, W., *Von der MiFID zum WAG 2007*, Wien, 2008, pp. 13 y ss.

(58) Artículo 79 LMV.

(59) Artículo 19.2 Directiva 2004/39/CE.

(60) Directiva 2006/73/CE.

Revista DBB 130.indb 23 26/09/13 10:38

> La información mencionada en el apartado 1 incluirá el nombre de la empresa de inversión.
>
> Será exact a y, en especial, no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también de manera imparcial y visible los riesgos pertinentes.
>
> Será suficiente y se presentará de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige, o para los receptores probables de la información.
>
> No encubrirá, minimizará u ocultará puntos, declaraciones o advertencias importantes.

Como se puede apreciar en la propia letra de la Directiva, el legislador europeo, a la hora de perfilar el derecho, parece haberse basado en la doctrina sobre la obligación de *mise en garde*, surgida en Francia.

Además, la Directiva de desarrollo ofrece criterios para evaluar la adecuación de la información proporcionada, concurriendo circunstancias diferentes. Así, por ejemplo, cuando la información incluya o haga referencia a resultados históricos simulados, debe referirse a un instrumento financiero o un índice financiero, y siempre respetando las siguientes condiciones(61):

> a) los resultados históricos simulados deberán basarse en los resultados históricos reales de uno o más instrumentos financieros o índices financieros que sean idénticos, o subyacentes, al instrumento financiero del que se trate;
>
> b) en lo relativo a los resultados históricos reales mencionados en la letra a), deberán cumplirse las condiciones establecidas en el apartado 4, letras a) a c), e) y f);
>
> c) la información deberá advertir de forma bien visible que las cifras hacen referencia a resultados históricos simulados y que los rendimientos pasados no constituyen un indicador fiable de resultados futuros.

En definitiva, de acuerdo con lo dispuesto en MiFID y según lo interpretado por la doctrina, la información debe satisfacer unas condiciones objetivas y mínimas de corrección, siendo *simple, clara, suficiente, tempestiva, directa, eficaz*(62) y no meramente verbal(63).

---

(61) Artículo 27.5 Directiva 2006/73/CE.

(62) Sobre el alcance de la información en MiFID puede verse: SCHUMACHER, M., *Risikoaufklärung fur Wert-papierfirmen und Effektenhändler,* Basel, 2001, pp. 23 y ss.; SCHWINTOWSKI, H.P., *MiFID, VVR-Zeit für (die) Neuorientierung bei den deutschen Finanzdienstleistern*, *cit.,* pp. 131 y ss.; F.A. SCHÄFTER/V. LANG, «Für alle Wertpapierdienstleistungen relevante Informationen», en *MiFID Praktikerhandbuch*, ed. Peter CLOUTH y Volker LANG, Köln, 2007, pp. 11 y ss.; BROCKMEIER/KAPFERER/NICKEL/WILLERHAUSEN, Das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (MiFID), München, 2007, pp. 40 y ss. Con carácter general, véase también, FERRANDO VILLALBA, M.L., «Anulación de los contratos de swap defectuosa información al cliente», *cit.,* pp. 375 y 378.

(63) SAP Alicante de 7 de noviembre de 2011.

Revista DBB 130.indb 24 26/09/13 10:38

Pero, por encima de la plasmación de requisitos concretos, en MiFID late el propósito de adaptar las exigencias informativas que pesan sobre el banco a las características del cliente y la naturaleza del servicio que se preste o del producto financiero de que se trate. A tales efectos, se lleva a cabo un minucioso sistema de clasificación de la clientela, que analizamos en el epígrafe siguiente.

5. EL SISTEMA DE CLASIFICACIÓN DE LA CLIENTELA DE LA DIRECTIVA MIFID Y EL DEBER DE INFORMAR

El objetivo de MiFID es proporcionar a cada una de las categorías de clientes que establece su propio rango diferenciado de protección, adaptado a sus necesidades y circunstancias particulares, de forma que la defensa ofrecida es inversamente proporcional a la experiencia, conocimientos y recursos financieros del cliente. El Código de buena conducta se modula en función del tipo de cliente con quien se esté tratando(64) y, para lograrlo, se parte de un principio básico y bien contrastado por la práctica: el pequeño ahorrador, inversor ocasional y con poca experiencia, debe ser protegido, mientras que cierto tipo de clientes, de gran experiencia y conocimientos, no lo necesita, por contar con instrumentos suficientes para protegerse de manera autónoma(65).

En un contexto donde la innovación es permanente, con la aparición de nuevos productos, cada vez más complejos, a los que tienen acceso la masa de inversores individuales(66), la voluntad proteccionista de los creadores de MiFID coexiste, sin embargo, con la preocupación de evitar una sobrerregulación que encareciera innecesariamente los costes de los productos financieros(67). Conjugando en perspectiva ambas fuerzas en tensión, se buscaba lograr un adecuado equilibrio entre el orden público de protección de la clientela y la preocupación por la eficacia económica del mercado financiero(68), bajo el presupuesto de que no existen razones para interferir en las tran-

---

(64) F.A. SCHÄFTER/V. LANG, «Explorationnspflichten und spezielle Informationspflichten bei der Anlageberatung», en *MiFID Praktikerhandbuch*, ed. Peter CLOUTH y Volker LANG, Köln, 2007, pp. 75 y ss.

(65) SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La protección del inversor en el mercado de capitales», en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid, 2008, pp. 535 y ss., p. 546; MINNECI, U., «Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, LXV, 5, Settembre-Ottobre 2012, pp. 568-598, pp. 569 y ss.; SMITH, D./LEGGETT, S., «Client Classification», *cit.,* p. 65; GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», *cit.,* p. 210.

(66) GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», *cit.,* p. 211.

(67) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* pp. 108-109.

(68) *Vid.* STEIN, J.C., «Sophysticated investors and Market Efficiency», en *The Journal of Finance*, vol. 64-4, agosto 2009, pp. 1517-1548 (puede consultarse en <http://economics.harvard.edu/files/faculty/57_Sophisticated%20Investors%20and%20Market%20Efficiency.pdf>). Como señala MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* pp. 316-320, se quiere evitar la fuga de inversores profesionales que,

Revista DBB 130.indb 25 26/09/13 10:38

sacciones producidas entre actores que actúan en régimen de igualdad y son capaces de interpretar por sí mismos los riesgos asociados a las operaciones(69).

La normativa MiFID introduce un alto grado de proporcionalidad al establecer diferentes exigencias de conducta y correlativos grados de protección, según las características del cliente(70), y esta construcción jurídica descansa en el principio comunitario vertebrador que entiende que, tratándose de clientes especialmente cualificados o experimentados en los mercados financieros, las pérdidas que puedan sufrir como consecuencia de las operaciones emprendidas no guardan relación de causalidad con la actividad informadora de la entidad financiera.

En buena medida, este peculiar tratamiento en la protección del cliente está motivado por los continuos y rápidos avances en la tecnología de la información y por el proceso de «desintermediación» financiera que conllevan, al hacer cada vez más sencillo para el cliente minorista el acceso a grandes cantidades de datos de los mercados financieros(71).

En definitiva, el sistema de clasificación de la clientela de los servicios de inversión puede considerarse como el presupuesto o fundamento básico del nuevo *Código de Conducta* de MiFID(72), dado que los comportamientos exigibles al prestador de estos servicios cambian en función del tipo de cliente con quien trate, es un sistema proporcional de protección de la clientela, basado en su categorización(73).

---

desmotivados por un exceso de regulación, busquen modelos más flexibles para el desarrollo de su actividad.

(69) *Vid.* Documento COM (2006) 686 final, de 15 de noviembre de 2006, *Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión*.

(70) Así se dice expresamente en el Considerando 31 de MiFID: «Uno de los objetivos de la presente Directiva es la protección de los inversores. Las medidas a tal efecto deben ajustarse a las particularidades de cada categoría de inversores (particulares, profesionales y contrapartes)». *Vid.*, asimismo, el Documento COM (1998) 625, de 28 de octubre de 1998, *Servicios de inversión: Establecimiento de un marco de actuación*, núm. 20.

(71) SMITH, D./LEGGETT, S., «Client Classification», *cit.,* p. 65.

(72) La Directiva 2004/39/EC, del Parlamento Europeo y del Consejo, *relativa a los mercados de instrumentos financieros*, conocida por sus siglas en inglés como MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), y sus normas de desarrollo y ejecución, la Directiva 2006/73/CE y el Reglamento (CE) 1287/2006, componen un conjunto normativo que pretende crear un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión, utilizando para ello el conocido como Proceso *Lamfalussy.* Entraron en vigor el 1 de noviembre de 2007 con un doble objetivo: de un lado, crear un mercado único de servicios financieros y preservar la integridad del mismo; del otro, fomentar la transparencia, equidad y la protección de los inversores. Esta Directiva se traspone al Ordenamiento español mediante la Ley 47/2007, de 19 de noviembre, *por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*. Ahora bien, la Ley 47/2007 sólo incorpora a nuestro ordenamiento de forma muy parcial tales códigos de conducta. La concreción de la mayoría de esas obligaciones y normas contenidas en la Directiva 2006/73/CE, se dejan al desarrollo reglamentario con más nivel de detalle (*vid.,* por ejemplo, la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos).

(73) Sobre este asunto existe ya una abundante bibliografía. En particular, puede verse: SMITH, D./LEGGETT, S., «Client Classification», en *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*,

Revista DBB 130.indb 26 26/09/13 10:38

La segmentación cualitativa de la clientela, sin embargo, no es una actividad completamente novedosa en el sector financiero. De alguna manera, la banca siempre ha tendido a tipificar y evaluar a su clientela, siquiera sea a efectos comerciales, dividiéndola entre clientes minoristas y profesionales, públicos o privados, pequeños ahorradores o grandes patrimonios, etc. Los grados, las denominaciones y los criterios de identificación varían según las diversas entidades y Estados, pero en mayor o menor medida, todo el sector las lleva a cabo(74), hasta el punto de que se ha generalizado en muchos países una clara distinción entre la *banca minorista o comercial* y la *banca financiera o de inversión*(75), que también existió en España hasta que las Cajas de Ahorros abandonaron sus principios fundacionales.

Más recientemente, junto a esa antigua clasificación comercial, se han superpuesto diversos tipos de categorizaciones jurídicas entre clientes minoristas y profesionales, o entre cualificados o profanos. En un primer momento, esta segmentación jurídica tiene un origen jurisprudencial; como hemos visto, desde finales de los ochenta, los tribunales de algunos países venían estableciendo diferencias en el alcance de la información que están obligadas a proporcionar las entidades financieras según las características del cliente destinatario(76). Aun presentando diversos grados de evolución en los diferentes Estados, esta doctrina muestra, no obstante, un rasgo común: la clasificación de los clientes *caso por caso* y *a posteriori* (una vez que se produce el litigio), sin que existan principios claros y objetivos de caracterización previos a los que sujetarse de antemano. En este sentido, han sido utilizados distintos elementos de categorización, como la profesión, el nivel de estudios, los conocimientos teóricos, la experiencia práctica, el volumen de inversiones previas, la capacidad financiera, etc., sin que sean muy consistentes ni precisos en orden a su valoración y subsiguiente aplicación(77).

---

ed. Chris SKINNER, Chichester, 2007, pp. 65 y ss.; KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», en *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, eds. Stefan GRUNDMANN y Yesim M. ATAMER, The Netherlands, 2011, pp. 105 y ss.; SCHWINTOWSKI, H.P., *MiFID, VVR-Zeit für (die) Neuorientierung bei den deutschen Finanzdienstleistern*, Baden-Baden, 2007, pp. 151 y ss.; P. CLOUTH/T., SEYFRIED, «Kundenkategorisierung: Ausgestaltung, Zielsetzung und Bedeutung für die Verhaltenspflichten, en *MiFID Praktikerhandbuch*, ed. Peter CLOUTH y Volker LANG, Köln, 2007, pp. 25 y ss.; STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», en *Mélanges AEDBF-France, V*, Paris, 2009, pp. 425 y ss.

(74) ABEGGLEN, S., *Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen*, Bern, 2004, pp. 310 y ss.; MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», en *Droit bancaire et financiere. Mélanges AEDBF-France*, V, Paris, 2009, pp. 313 y ss.

(75) Dicha distinción se hace por primera vez en la *Banking Act* norteamericana de 1933, en la que se estableció la prohibición de que una misma entidad financiera se dedicara, al mismo tiempo, a las actividades de depósito y de financiación e inversión. *Vid.,* GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», en *Droit Bancaire et financiere. Málanges AEDBF-France V*, Paris, 2008, pp. 209 y ss., p. 210.

(76) Así, por ejemplo, en Francia, Bélgica y Luxemburgo. Particularmente representativa es la Sentencia núm. 09-66519, de la *Cour de Cassation Commercial* francesa, de 7 de abril de 2010. Puede verse, asimismo, la Sentencia de 1 de junio de 2005 del Tribunal de Apelación de Luxemburgo.

(77) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* p. 156.

Revista DBB 130.indb 27 26/09/13 10:38

Con posterioridad, la segmentación de la clientela bancaria dimana de normas legales. Ya en el marco de aplicación de la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993 *relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables*[78], los prestadores de servicios de inversión debían aplicar reglas de conducta diferentes en función de las características de la persona para la que estuvieran actuando[79]. Sin embargo, esta norma no contenía el desarrollo que estas nociones requerían, lo que derivó en un acusado grado de heterogeneidad entre las diversas implementaciones nacionales. Sin duda, la falta de claridad en la formulación de conceptos tales como el de «cliente profesional» y «cliente minorista» supuso un importante obstáculo en la consecución del mercado único financiero[80].

La normativa MiFID, en tanto que obliga expresamente a las sociedades de inversión a instaurar políticas y procedimientos adecuados para clasificar a los clientes en función de su conocimiento y experiencia, su situación financiera y sus objetivos de inversión, supone un cambio radical respecto a la práctica sectorial[81]. Con anterioridad a su entrada en vigor, esas entidades debían ofrecer un trato homogéneo y cumplir unas mismas normas de conducta con respecto a todos sus clientes, sin distinción por su nivel de conocimientos o experiencia.

Es, pues, la normativa MiFID la que viene a confirmar, clarificar y reforzar el mecanismo de segmentación, con un grado de detalle sin precedentes que establece un sistema estricto y formal de *precategorización* de la clientela, en virtud del cual los clientes son divididos *ex ante*, esto es, antes de iniciar el negocio, en dos categorías diferentes, a partir de las cuales se adaptan la naturaleza y el alcance de la información que se debe proporcionar, así como el grado de protección legal que merecen, conforme a un mecanismo de evaluación del perfil del cliente y de su grado de conocimiento del sector financiero, dirigido a determinar su capacidad de discernir por sí mismo los riesgos implícitos en la operación.

5.1. La clasificación de la clientela

Con la finalidad ya comentada, la Directiva MiFID impone a las entidades financieras la obligación de estructurar por escrito las adecuadas políticas internas y los procedimientos para categorizar a los clientes. Es decir, se establece la obligación por parte de las entidades de *conocer al cliente* para determinar si los servicios que se le van a prestar o los productos que se le van a ofrecer son idóneos o adecuados para él.

---

(78) DO L 141, de 11 de junio de 1993, p. 27.

(79) *Vid.* artículos 11.1 y 14.4, y Considerando 32.

(80) *Vid*. Documento COM (2002) 625 final, n.12.

(81) También la Ley 16/2011, *de crédito al consumo*, en su artículo 14, establece la obligación de evaluar la solvencia del prestatario con carácter previo a la celebración del contrato de crédito. A tales efectos, podrá servirse tanto de la información obtenida por sus propios medios como de la facilitada por el futuro prestatario, incluida la consulta de bases de datos.

Revista DBB 130.indb 28 26/09/13 10:38

Se trata de una labor precontractual. El cliente tiene que ser evaluado antes de que se le preste servicio alguno. Aunque la Directiva no establece expresamente este requisito temporal, su vigencia resulta lógica[82]: la norma exige que se instrumenten mecanismos claros para efectuar la clasificación de los clientes y valorar su idoneidad respecto a cada tipo de producto financiero. La idoneidad del consejo financiero o sugerencia inversora debe verificarse, pues, antes de que se produzca cualquier acuerdo o contratación. Lo que la Directiva exige es que se segmenten los clientes en función de su perfil de riesgo, que se otorgue un tratamiento *intuitu personae*.

Por tanto, antes de que reciba servicios de inversión, el cliente ha de ser calificado y notificado en un soporte duradero sobre su calificación**,** de manera que desde el inicio de sus relaciones con la entidad financiera sepa a qué grado de protección tiene derecho.

En la actualidad, resulta extremadamente complejo y costoso llevar a cabo esa labor, de forma individualizada, frente a millares de clientes, en un sector muy *industrializado* en materia de gestión de riesgos y tratamiento a la clientela. De ahí que la normativa MiFID establezca ciertas presunciones, con su correspondiente mecanismo corrector: mientras que en ciertos casos los conocimientos y la experiencia se presumen (son los llamados clientes profesionales), en los supuestos de clientes no profesionales, por el contrario, se presume la ignorancia sobre el funcionamiento del mercado y de las características de los productos financieros.

En cualquier caso, formular de manera adecuada la categorización del cliente es una tarea de consecuencias jurídicas y económicas relevantes para la entidad, en tanto puede determinar o no la concurrencia de responsabilidad por incumplimiento del deber de informar[83].

A) Categorías de clientes

a) Clientes profesionales

La categoría de los clientes profesionales puede considerarse el eje del sistema, pues a partir de ella se produce la segmentación del conjunto de la clientela en diferentes clases. Según la normativa MiFID, cliente profesional es todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a ellas[84].

Son varios los elementos que comporta esta noción. Por un lado, integra la experiencia, cuyo análisis comprende el de su situación financiera, esto es, sus ingresos, activos financieros, capital inmobiliario, etc. Sin duda, también tendrá influencia la edad y

---

(82) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* p. 113.

(83) MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* p. 317.

(84) Anexo II de la Directiva MiFID; artículo 78 bis.2 LMV.

Revista DBB 130.indb 29 26/09/13 10:38

situación familiar. Se trata de hacer un diagnóstico patrimonial global total del cliente. Por otro lado, la noción de cliente profesional se refiere también a los conocimientos y la cualificación, esto es, tanto la formación académica como la categoría profesional.

Según esto, se consideran como *profesionales* aquellos clientes a los que, atendiendo a sus conocimientos, se les presupone mayor capacidad de negociación de condiciones, de comprensión de los riesgos y de asesoramiento y búsqueda de protección específica. Son precisamente aquellos respecto a los cuales, de acuerdo con la doctrina jurisprudencial anterior a MiFID, existían deberes informativos sólo muy limitados o inexistentes(85).

Pero la normativa MiFID incluye, además, una larga lista de las entidades que *ipso iure* se considera que reúnen tales características, debido a las funciones o negocios que llevan a cabo. Tal presunción implica que la entidad financiera prestadora del servicio no necesita verificar la habilidad y la experiencia de estos clientes para tomar sus propias decisiones de inversión y comprender los riesgos implícitos en la operación. Resulta así que MiFID contempla dos tipos de clientes profesionales: aquellos que lo son *per se* o *ex lege*, y aquellos otros que lo son por opción(86). Esta flexibilidad permite que los clientes que por sus condiciones no habrían de recibir el trato de profesionales, tengan acceso a servicios de inversión o productos financieros complejos que, en principio, estarían sólo indicados para los profesionales(87).

Entre las «*Categorías de clientes que se consideran profesionales*», pueden identificarse cuatro grandes grupos. En primer lugar, las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros(88).

---

(85) Se ha ido perfilando así en Francia, dentro del campo de la información bancaria, una distinción entre diversos tipos de clientes, cada uno de los cuales es sujeto de un diverso grado de protección en el terreno informativo (*vid.,* por ejemplo, Sentencia de la *Cour de Cassation* de 12 de febrero de 2008). La jurisprudencia ha definido al inversor *averti* como aquel que tiene un conocimiento y experiencia suficiente en el campo de las operaciones especulativas. A fin de comprobar el grado de conocimiento y experiencia del cliente debe llevarse a cabo, en concreto, algún tipo de evaluación o recogida de información sobre el mismo, sin que sea suficiente presumirla por su profesión, su titulación o sus propias declaraciones al respecto. *Vid.,* VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, 3.ª ed., Paris, 2001, p. 891, que cita el llamado caso *Buon* (sentencia de la Cour de Cassation Commercial de 5 de noviembre de 1991). A juicio de este autor deben considerarse como comunes las nociones de *investisseur qualifié* y de *opérateur averti*.

(86) En este sentido MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* p. 319; KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* pp. 116-117.

(87) STEENNOT, R., «Protecting Investors through Information Requirements», *International Journal of Private Law,* 2011, 4(1), pp. 111 y ss. Puede verse también en <http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2009-07.pdf>.

(88) Corresponde a la legislación interna de cada Estado miembro el establecimiento de una lista o enumeración de esta clase. Así, en España, la LMV precisa con detalle quiénes deben ser considerados como tales, en su artículo 78 bis.3: «Las entidades financieras y demás personas jurídicas que, para poder operar en los mercados financieros, hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea». En particular:

a) Entidades de crédito.
b) Empresas de inversión.

Revista DBB 130.indb 30 26/09/13 10:38

En segundo lugar, las grandes empresas (que por su tamaño se presupone que disponen de medios propios para apreciar y valorar los riesgos financieros). La Directiva dispone que se considerarán como tales las empresas que, a escala individual, cumplan dos de los siguientes requisitos de tamaño: total del balance: 20.000.000 de euros; volumen de negocios neto: 40.000.000 de euros; fondos propios: 2.000.000 de euros.

El tercer grupo de clientes profesionales lo integran los gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionan la deuda pública, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, el BEI y otras organizaciones internacionales similares.

Por último, también forman parte de esta categoría otros inversores institucionales cuya actividad como empresa es invertir en instrumentos financieros, incluidas las entidades dedicadas a la titularización de activos u otras transacciones de financiación.

Cabe entender que la enumeración no es exhaustiva; pueden ser considerados profesionales todos los clientes que encajen en la noción general. Por contra, los clientes calificados *per se* como profesionales recibirán el trato correspondiente aun cuando no reúnan los requisitos generales. Como consecuencia, pudiera darse el caso de que se incluyeran en la categoría de clientes profesionales a entidades que, de hecho, no posean tales habilidades y experiencia.

Las entidades financieras tienen poco margen de actuación para interpretar quién puede ser considerado o no como cliente profesional: los criterios plasmados por MiFID son minuciosos e imperativos, como es propio de la normativa más moderna sobre transparencia del mercado financiero[89].

La sumisión de cierto tipo de clientes particularmente cualificados a reglas específicas tiene precedentes en el Derecho interno de algunos Estados miembros. Por ejemplo, en Francia, donde se aprobó en 1998 el «Estatuto del inversor cualificado»[90]. En cuanto al desarrollo posterior, tanto en los Derechos nacionales como en el propio campo de la UE, se ha ido ampliando progresivamente la lista de personas sometidas a este estatuto[91]. Por eso, suele observarse que, en buena medida, la normativa MiFID

---

c) Otras entidades financieras autorizadas o reguladas.
d) Compañías de seguros.
e) Organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión.
f) Fondos de pensiones y sus sociedades de gestión.
g) Operadores en materias primas y en derivados de materias primas.
h) Operadores que contratan en nombre propio.
i) Otros inversores institucionales.

(89) CUÑAT EDO, V., «Las limitaciones a la libertad en el ámbito contractual bancario», en *Protección de particulares frente a las malas prácticas bancarias II. Estudios de Derecho Judicial* 79, Madrid, 2006, pp. 13 y ss.

(90) *Loi* 98-546, de 2 de julio de 1998.

(91) STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* p. 428. Como señalan estos autores, la lista de personas que pueden acceder al estatuto de inversor cualificado es casi idéntica a la de clientes profesionales y contrapartes elegibles plasmada en la Directiva MiFID.

Revista DBB 130.indb 31 26/09/13 10:38

sólo ha venido a plasmar y a tratar de implantar en el conjunto de la UE principios jurídicos preexistentes(92).

b) Clientes minoristas

MiFID no proporciona una definición de cliente minorista e, incluso, incurre en alguna confusión terminológica(93). En principio, se entiende por cliente minorista todo cliente no profesional (inversores con nula capacidad de negociación y conocimientos y experiencia limitada). Se trata, por tanto, de una categoría residual en la que deben ser encuadrados todos aquellos clientes a los que no se les pueda considerar profesional o contraparte elegible de acuerdo con el Anexo de la Directiva. MiFID, en lugar de establecer y delimitar la categoría de clientes que precisa el más alto nivel de protección, hace justo lo contrario: precisar quiénes son los que no la necesitan.

En la categoría de cliente minorista se incluyen todas las personas físicas y las pequeñas y medianas empresas societarias que no son entidades financieras ni entes públicos(94). En esto, MiFID difiere de otras normas europeas protectoras de los consumidores y usuarios(95), que generalmente resultan aplicables, exclusivamente, a las personas físicas(96). A todo cliente de esta categoría se le aplica el máximo grado de protección, con independencia de sus conocimientos, experiencia y capacidad financiera.

Junto a las personas que *per se* son calificables como clientes minoristas, existen los llamados *clientes minoristas por elección*, esto es, aquellos clientes que por imperativo legal son considerados profesionales, pero solicitan y obtienen un cambio en su

---

(92) STORCK, M., «Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement», en *Bulletin Joly Bourse*, núm. 3, mai-juin 2007, § 66, p. 80.

(93) Mientras que la Directiva de 2004, en su Considerando 31 (*vid. supra* nota 16) habla de *Clientes particulares*, en la Directiva de desarrollo esta denominación desaparece para dar paso a la de *Clientes minoristas*, que parece más adecuada, y es la que emplea la transposición española (artículo 78 bis LMV).

(94) De acuerdo con lo dispuesto en el Anexo I de la Directiva 2004/39/CE, deberán ser considerados como clientes minoristas las empresas que no cumplan dos de los siguientes requisitos de tamaño: total del balance: 20.000.000 de euros; volumen de negocios neto: 40.000.000 de euros; fondos propios: 2.000.000 de euros.

(95) *Vid.,* por ejemplo, artículo 2.b) de la Directiva 93/13/CEE, de 5 de abril de 1993, *sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores* y artículo 2.a) de la Directiva 2005/29/CE, de 11 de mayo de 2005, *relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) no 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo («Directiva sobre las prácticas comerciales desleales»)*.

(96) El Derecho español del consumo es, en este campo, peculiar, pues en el artículo 3 del TRDCU se considera consumidor tanto a las personas físicas como a las jurídicas. Sobre los problemas y las dudas que conlleva esta concepción de la persona física consumidora véase MIRANDA SERRANO, L./PANIAGUA ZURERA, M., «La protección de los consumidores y usuarios y la irrupción del Derecho de los consumidores», en *Derecho (privado) de los consumidores*, Luis María Miranda Serrano y Javier Pagador López (coords.), Madrid, 2012, pp. 19 y ss., en pp. 52-53.

Revista DBB 130.indb 32 26/09/13 10:38

calificación, a través del cual optan por recibir el grado máximo de protección, al estimarse que carecen de los conocimientos o la experiencia que se les presume *ex lege.*

B) Las contrapartes elegibles

Con frecuencia se dice que como resultado del sistema de MiFID los clientes pueden ser calificados en tres categorías diferentes: las dos ya comentadas y las denominadas *contrapartes elegibles*, si bien una interpretación más sistemática de la norma permite afirmar que las categorías de clientes son realmente dos: profesionales y no profesionales. Junto a estas, se introduce, además, una tercera clase de personas que pueden contratar determinados productos o servicios de inversión, aun cuando por sí mismas no poseen la condición de «clientes», sino la de «contraparte»(97), según se desprende de la letra de la transposición española de la Directiva (artículo 78 ter.2 LMV), que establece que las contrapartes elegibles podrán solicitar *el trato como cliente*.

La categoría de contraparte elegible es una clase restringida formada por profesionales con máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera en los mercados de valores(98), enumerados en el artículo 78 ter.1 LMV(99), que ofrece una lista en buena parte coincidente con la de clientes profesionales.

El estatuto de contraparte elegible se aplica, únicamente, a tres servicios de inversión: ejecutar órdenes por cuenta de clientes, negociar por cuenta propia o recibir y trasmitir órdenes(100). En el marco de estos servicios, y de aquellos otros conexos, los prestatarios pueden suscitar o realizar operaciones con contrapartes elegibles sin someterse al código de conducta MiFID. Esta solución se explica por la propia naturaleza de los servicios, en los que las contrapartes elegibles llevan a cabo su propia estrategia,

---

(97) En el mismo sentido, NELSON, P., *Capital Markets and Compliance. The Implications of MiFID*, Cambridge, 2008, p. 226.

(98) Artículo 24 de la Directiva MiFID.

(99) «Tienen la consideración de contrapartes elegibles: las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras; otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el Derecho nacional de un Estado miembro; empresas que se dedican a la negociación por cuenta propia sobre materias primas o instrumentos financieros derivados sobre éstas o en mercados de instrumentos financieros derivados y de contado y que hayan resultado excluidas del ámbito de aplicación de la LMV; gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales y las entidades de terceros países equivalentes y las comunidades autónomas; y aquellos clientes profesionales que sean empresarios y así lo soliciten, respecto de aquellos servicios u operaciones para los que puedan ser tratados como tales. Respecto de las contrapartes elegibles, las entidades que presten servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de terceros, negociar por cuenta propia o recibir y transmitir órdenes, pueden realizar estas operaciones o los servicios auxiliares directamente relacionados con éstas, sin cumplir básicamente con norma de conducta alguna, siempre que dichas contrapartes sean informadas previamente de ello y no soliciten expresamente que se les apliquen».

(100) Artículo 24.1 Directiva 2004/39/CE.

Revista DBB 130.indb 33 26/09/13 10:38

limitándose las entidades financieras a ejecutar técnicamente la operación[101]. Se entiende que en estos casos no hay asimetría de información que corregir.

C) Los cambios de clasificación

Las categorías de MiFID no se conciben como compartimentos estancos infranqueables. La normativa prevé mecanismos de flexibilidad para modificar el encuadramiento inicial del cliente[102], de forma que la entidad financiera podrá, bien a iniciativa propia o bien a petición del cliente, proporcionar a cada cliente concreto un grado mayor de protección del que le correspondería a tenor de la aplicación de las reglas generales, siendo así posible tratar al cliente profesional como cliente no profesional.

La razón de ser de los cambios de clasificación obedece al temor de que el exceso de rigidez o la sobrerregulación pueda ser contraproducente, sobre todo en los casos que no encajen en los modelos preconcebidos por la Ley[103]. Por eso, cabe que los clientes, en determinadas condiciones, aumenten o disminuyan el grado de protección previsto, como cabe también que las entidades sean las principales interesadas en promover la reclasificación de ciertos clientes, con la finalidad de reducir la complejidad administrativa ligada a la gestión que conlleva la aplicación de MiFID[104].

En consecuencia, el proceso de categorización de los clientes se produce en dos tiempos[105]. En un primer momento y siempre antes de recibir los servicios de inversión, la entidad debe informar al cliente en un soporte duradero de su clasificación, tal como resulta de la aplicación de las reglas objetivas establecidas en MiFID y de los datos disponibles. Aparte, la entidad debe, además, informar al cliente, antes de proporcionarle prestación alguna, sobre la posibilidad de pedir una recategorización, en un sentido u otro (hacia «arriba» o hacia «abajo»), si se dan ciertas condiciones[106], advirtiéndose siempre las consecuencias que de ello se derivaría. Por tanto, la clasificación del cliente es un proceso abierto.

---

(101) STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* pp. 432-433.

(102) Artículo 78 bis.3.e) y 78 ter.1 LMV; artículo 28.3 de la Directiva 2006/73/CE.

(103) SMITH, D./LEGGETT, S., «Client Classification», *cit.,* p. 71.

(104) ELDERFIELD, M. (ed.), *A Practitioner's Guide to MiFID*, London, 207, pp. 119 y ss.; SMITH, D./LEGGETT, S., «Client Classification», *cit.,* p. 72.

(105) STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* p. 426.

(106) Fijadas en el Anexo II.1 de la Directiva MiFID (artículo 78 bis.3 LMV): «En el marco de la evaluación antes citada debe comprobarse que se cumplen, como mínimo, dos de los siguientes criterios:

a) que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;

b) que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500 000 euros;

c) que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o los servicios previstos».

Revista DBB 130.indb 34 26/09/13 10:38

Los clientes considerados *ex lege* como profesionales pueden solicitar por escrito un mayor nivel de protección y optar por la categoría de cliente particular, de manera puntual o general. Por su parte, también las contrapartes elegibles pueden solicitar un mayor nivel de protección, en los mismos términos. En ambos casos son ellos los que deben tomar la iniciativa, si estiman no estar en condiciones de evaluar o gestionar correctamente los riesgos de la operación a los que quedarían expuestos; no es la entidad financiera la obligada a valorar si el cliente profesional necesita o no un nivel más elevado de protección y, si dicha petición no llega a formularse, no se podrá pedir ulteriormente responsabilidad alguna al prestador del servicio por no haber aplicado el código de conducta. Por otra parte, tampoco el prestador de servicio viene obligado a proceder a la recalificación que otorgue el mayor nivel de protección, quedando a la decisión discrecional de la entidad financiera(107). En caso de acuerdo sobre la recalificación, debe dejarse constancia escrita de que el cliente no será tratado como profesional a efectos del régimen de conducta aplicable, y han de precisarse, además, los servicios, operaciones o tipos de productos a los que se aplicará lo acordado(108).

En cuanto a los clientes minoristas, éstos pueden optar por ser clasificados como profesionales, renunciando a la protección que le ofrece la Ley, cumpliendo siempre ciertos requisitos, cuya concurrencia debe comprobar la entidad financiera antes de poder aceptar la renuncia(109).

La renuncia de los clientes minoristas a los derechos que les corresponden está sometida a ciertas garantías formales, tendentes a garantizar que dichos clientes proceden en todo momento con completo conocimiento de causa y de manera voluntaria. A tales efectos, han de solicitar y cumplir ciertos requisitos y seguir el procedimiento establecido en el Anexo II de la Directiva MiFID(110); además, la entidad debe comprobar satisfactoriamente su experiencia y conocimientos, dejando constancia escrita del acuerdo(111).

Por otra parte, la renuncia está sometida a dos requisitos adicionales de carácter material, uno cuantitativo y otro cualitativo.

Respecto al primero, se fijan unos requisitos mínimos para hacer válida la renuncia y así, habrán de concurrir, al menos, dos de estas tres circunstancias: total del

---

(107) En el mismo sentido KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* p. 122.

(108) Anexo II.I de la Directiva MiFID.

(109) Anexo II.II (2) de la Directiva MiFID.

(110) Así: «Deben declarar por escrito a la empresa de inversión que desean ser tratados como clientes profesionales, ya sea en todo momento o con respecto a un servicio de inversión o a una operación determinada, o a un tipo de operación o producto». Además: «La empresa de inversión debe advertirles claramente por escrito acerca de las protecciones y de los derechos de indemnización de los que pueden quedar privados». Por último: «Deben declarar por escrito, en un documento separado del contrato, que son conscientes de las consecuencias de su renuncia a esas protecciones».

(111) SCHUMACHER, M., *Risikoaufklärung fur Wert-papierfirmen und Effektenhändler,* Basel, 2001, pp. 11 y ss.; BROCKMEIER/KAPFERER/NICKEL/WILLERHAUSEN, *Das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (MiFID)*, München, 2007, pp. 30-31.

Revista DBB 130.indb 35 26/09/13 10:38

balance de 20.000.000 de euros, volumen de negocios neto de 40.000.000 de euros, o fondos propios de 2.000.000 de euros.

Por lo que respecta al segundo requisito adicional cualitativo que se exige en la renuncia de los clientes minoristas, la Directiva hace depender la validez de la renuncia del acto de adecuada evaluación que debe efectuar la empresa de inversión sobre la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente, cuyo análisis ha de ofrecer garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos, de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones en materia de inversión y de comprender los riesgos en que incurre(112). Es decir, la entidad financiera debe asegurarse, mediante un juicio cualitativo, de que el cliente cumple con los requisitos generales formulados en la Directiva para ser calificado como cliente profesional(113).

Los clientes, por su parte, tienen obligación de informar al prestador del servicio de toda circunstancia sobrevenida susceptible de cambiar su categorización. Tras la constatación de que dichas circunstancias efectivamente suponen un cambio de clasificación, la entidad financiera debe tomar las medidas adecuadas para cambiar la calificación del cliente. De ello no se deduce que la entidad financiera esté obligada a reevaluar al cliente a intervalos regulares o irregulares, aunque si de hecho adquiere conocimiento de una modificación en las circunstancias del cliente, debe emprender las acciones oportunas, incluida la recalificación(114).

En cuanto a la materia afectada, la calificación como cliente profesional o contraparte elegible puede ser total o parcial, esto es, puede ir referida tanto al conjunto de las operaciones que realiza un cliente concreto, como a alguna transacción particular. Asimismo, el cambio de calificación admite también ser revisado en sentido contrario, de manera que a un cliente no profesional le es posible pedir en un momento su categorización como profesional y, posteriormente, le es dado solicitar la reversión a su antigua categorización.

5.2. La evaluación del cliente

Como consecuencia del deber general de información que pesa sobre la entidad de servicios de inversión, ésta debe valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, para precisar qué tipo de información ha de proporcionársele en relación con el producto de que se esté tratando y, en su caso, emitir un juicio sobre la conveniencia o idoneidad de dicho producto(115). Bajo estos presupuestos, se estructura una distinción entre las diversas actividades que ejercen las entidades financieras.

---

(112) Anexo II.II (1) de la Directiva MiFID.

(113) En este sentido, KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* p. 119.

(114) Anexo II.II (2) de la Directiva MiFID.

(115) Artículos 19.4 y 19.5 MiFID. Artículos 79.5 y 79.6 LMV.

Revista DBB 130.indb 36 26/09/13 10:38

Con carácter general, MiFID impone a las entidades financieras el deber de conocer las características y las pretensiones de sus clientes. Ahora bien, no todos ellos están sometidos al mismo examen. Aun cuando la totalidad de los clientes no profesionales deben ser evaluados, los clientes profesionales, sin embargo, precisan sólo de una evaluación muy limitada y particularizada, destinada a mensurar su grado de experiencia y capacidad financiera, mientras que las contrapartes elegibles no necesitan evaluación en relación con determinados productos o servicios.

De manera superpuesta a esta valoración por categorías, el alcance y la naturaleza de la obligación de la entidad de evaluar el perfil del cliente varían también según el tipo de servicio de que se trate(116). Con el fin de sopesar si los productos o servicios de inversión son adecuados o no para el cliente, la normativa MiFID introduce dos tipos de evaluaciones, dos tipos de análisis que cabe realizar para proporcionar al cliente un servicio adaptado a su perfil: la entidad puede investigar acerca de los conocimientos y experiencia financiera del cliente en relación con un tipo de producto o servicio determinado, o puede también analizar su situación financiera y sus objetivos de inversión, situaciones que abren campos distintos a los mecanismos de evaluación de la clientela de MiFID.

Pero el régimen de las obligaciones de la entidad no varía sólo en función del tipo de servicio que se presta, sino también de acuerdo con el tipo de producto que se halle en juego. Según esto, una entidad financiera puede estar exenta de realizar cualquier tipo de examen en ciertas hipótesis: cuando se limite a recibir, transmitir o ejecutar las órdenes de clientes relativas a productos financieros no complejos, como, por ejemplo, acciones admitidas a negociación en un mercado reglamentado, instrumentos del mercado monetario, obligaciones y otros títulos de deuda (un instrumento financiero se considera no complejo si cumple los requisitos del artículo 38 de la Directiva de desarrollo(117)). Por tanto, sólo en el caso de productos complejos deben realizarse las evaluaciones de MiFID. La LMV prevé expresamente la posibilidad de obviar la obligación de efectuar el examen cuando se trate de productos financieros no complejos. Esto en ningún caso ocurrirá, por ejemplo, con los swaps(118), *imposiciones a plazo atí-*

---

(116) PARTSCH, P.E., *Droit bancaire et financier européen*, Bruxelles, 2009, p. 424.

(117) Artículo 38 Directiva 2006/73/CE: «Un instrumento financiero no citado en el artículo 19, apartado 6, primer guión, de la Directiva 2004/39/CE se considerará no complejo si cumple los siguientes criterios:

a) no está incluido en el artículo 4, apartado 1, punto 18, letra c), o en los puntos 4 a 10 del anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE;
b) existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento a precios públicamente disponibles para los participantes en el mercado y que son precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor;
c) no implica responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento;
d) está a disposición del público información adecuadamente completa sobre sus características que normalmente será bien comprendida de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundamentado para decidir si realizar una operación en ese instrumento».

(118) FERRANDO VILLALBA, M.L., «Anulación de los contratos de swap defectuosa información al cliente», en *Estudios de Derecho del mercando financiero. Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Valencia, 2010, pp. 373 y ss., p. 380.

Revista DBB 130.indb 37 26/09/13 10:38

picas[119]*, contratos de gestión de riesgos financieros*[120] y otros muchos con las más exóticas denominaciones[121], que deben dirigirse a aquellos clientes que tengan una mínima preparación financiera.

Consecuencia inmediata de estas reglas es el deber que recae sobre los prestadores de servicios de inversión de disponer de un dossier del cliente, con toda la información relevante a la que se ha hecho referencia. Se trata de una exigencia que ha sido ya confirmada por la jurisprudencia de algunos países[122] y que permite afirmar que a la obligación de informar ha de añadírsele un nuevo contenido: el de conservar la prueba de todas las gestiones realizadas en ejecución del deber de informar al cliente, conforme a las exigencias legales[123]. Es más, según esta nueva extensión del deber de informar, correspondería a la entidad la carga de la prueba del carácter profesional o no del cliente[124]. En la práctica, los exámenes comentados se llevan a cabo, en buena medida, por medio de cuestionarios facilitados por las entidades financieras.

A) Test de conveniencia

Cuando se presten servicios que no conlleven asesoramiento, la entidad sólo tiene obligación de recabar información al cliente acerca de sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado.

En estos casos, será necesario realizar el llamado *Test de conveniencia* que valora los conocimientos (estudios y profesión) y la experiencia (frecuencia y volumen de operaciones) del cliente, con la finalidad de que la entidad pueda hacerse una idea de sus competencias en materia financiera[125]. La evaluación debe determinar si dicho cliente es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión ofertado o demandado, para ser capaz de tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa[126].

---

(119) STS de 22 de diciembre de 2009.

(120) SAP Barcelona de 22 de marzo de 2012.

(121) La SAP de Álava de 7 de abril de 2009 (LA LEY 41023/2009) declaró nulo el contrato «clip divisa acumulador multiplicador».

(122) En Francia, sentencia *Cour de cassation Commercial* de 22 de marzo de 2011. En este mismo país, la conveniencia de guardar constancia documental del proceso de evaluación del cliente había sido reflejada en el Informe *Delmas-Marsalet*, ya mencionado. Una exigencia de este tipo quedó plasmada en la transposición de la Directiva MiFID, por la *Ordonnance* de 12 de abril de 2007.

(123) En este sentido STORCK, M., en el comentario a la sentencia de la *Cour de cassation Commercial* de 22 de marzo de 2011, en *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, Avril-Juin 2001, pp. 382-385.

(124) MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* pp. 317, que cita sentencia de la *Cour de Cassation* de 25 de febrero de 1997.

(125) Artículo 19.5 Directiva 2004/39/CE; artículo 36.2 Directiva 2006/73/CE; artículo 79.bis.7 LMV.

(126) Artículo 36.1 de la Directiva 2006/73/CE; artículo 79 bis.3 LMV.

Revista DBB 130.indb 38 26/09/13 10:38

La evaluación de la conveniencia está destinada a productos en los que el prestatario del servicio opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada (por tanto, las exigencias de recogida de información son menores que en el supuesto de la valoración de idoneidad que se menciona a continuación).

Si la entidad considera que el instrumento o el servicio de inversión no son adecuados para el cliente, o no consigue recabar toda o parte de la información necesaria para realizar este análisis, debe advertírselo, aunque ello no impide que le preste el servicio o le ofrezca el producto. En este caso, la entidad no hace un juicio de valor sobre los objetivos de inversión del cliente: se limita a valorar su experiencia y conocimientos financieros(127).

Como consecuencia del examen de la información proporcionada por el cliente, la empresa de inversión debe estar en condiciones de evaluar si un servicio de inversión resulta apropiado o no para el cliente.

Cuando traten con un cliente profesional, las empresas de inversión pueden presumir que éste tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos implicados en los servicios de inversión u operaciones concretas, o en los tipos de operaciones o productos por los que el cliente esté clasificado como cliente profesional.

En caso de que el cliente o posible cliente decida no facilitar la información solicitada o no facilite la información suficiente en relación con sus conocimientos y experiencia, la empresa de inversión debe formular advertencia (en formato normalizado(128)) al cliente o posible cliente sobre el hecho de que su actitud impide a la empresa determinar si el servicio o producto previsto es adecuado o no para él.

En cualquier caso, a diferencia de lo que ocurre con el examen de idoneidad, la entidad puede proporcionar el servicio incluso si no puede llevar a cabo la evaluación, siempre que proporcione al cliente la correspondiente advertencia.

B) Test de idoneidad

Previamente a la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras mediante la realización de una recomendación personalizada, los prestadores han de realizar un examen completo del cliente, a través de los denominados *tests de idoneidad*, que suman el test de conveniencia (conocimientos y experiencia) a un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente, para recomendarle los servicios e instrumentos financieros que más le convengan(129).

---

(127) STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* p. 437.

(128) Artículo 19.5.3 Directiva 2004/39/CE.

(129) A efectos de la evaluación de esa idoneidad, el artículo 35 de la Directiva 2006/73/CE exige que las empresas de inversión obtengan de clientes o posibles clientes la información necesaria para que

Revista DBB 130.indb 39 26/09/13 10:38

La información relativa a la situación financiera del cliente o posible cliente incluirá, cuando proceda, información sobre la fuente y el nivel de sus ingresos periódicos, sus activos, incluidos activos líquidos, inversiones y bienes inmuebles, así como sus compromisos financieros periódicos(130).

Por su parte, la información relativa a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente incluirá, cuando proceda, información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión(131).

El test de idoneidad está regulado en el artículo 19.4 de la Directiva 2004/39/CE y desarrollado en el artículo 35 de la Directiva 2006/73/CE(132). En virtud del primero de ellos, «al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la empresa de inversión obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan».

La norma tiene un claro fundamento. En el marco de este tipo de prestaciones, el cliente forma su voluntad mediando la ayuda del prestador del servicio, por tanto, su intervención en la determinación de la voluntad del cliente juega un papel fundamental. De ahí que cuando la entidad presta consejos de inversión o gestión de carteras, sus deberes respecto a la evaluación del cliente sean más acusados. La entidad ha de analizar el conjunto de las circunstancias concurrentes del cliente. Cuando se trata de aconsejar al cliente, es preciso desplegar un criterio más depurado de clasificación, y tal es, precisamente, el objetivo del examen de idoneidad de MiFID(133), dirigido a obtener un alto grado de conocimiento del cliente, que permita a la entidad adaptar su oferta a las necesidades de éste.

En estos supuestos, es obligación de la entidad obtener, y no meramente requerir, la información necesaria tanto de los clientes como de los clientes potenciales (aquellas personas que hayan tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de

---

la empresa comprenda los hechos esenciales sobre el cliente y disponga de una base razonable para creer, teniendo debidamente en cuenta la naturaleza y el grado del servicio prestado, que la operación específica que debe recomendarse o que debe realizarse al prestar un servicio de gestión de cartera, cumpla los siguientes criterios:

a) responda a los objetivos de inversión del cliente en cuestión;
b) sea de tal naturaleza que el cliente pueda, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión relacionado coherente con sus objetivos de inversión;
c) sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera.

(130) Artículo 35.3 Directiva 2006/73/CE.

(131) Artículo 35.4 Directiva 2006/73/CE.

(132) Artículo 79 bis.6 LMV.

(133) GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», *cit.,* p. 217.

Revista DBB 130.indb 40 26/09/13 10:38

servicios[134]), para estar en condiciones de comprender los datos esenciales sobre su situación financiera. Si la empresa de inversión no consigue la información requerida, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente, no podrá prestar el servicio[135].

Sin embargo, tratándose de clientes profesionales, el trato es diferente porque en tal caso, cuando la empresa de inversión presta un servicio de inversión tiene derecho a asumir que, en relación con los productos, operaciones y servicios por los cuales ha obtenido la clasificación de cliente profesional, el cliente tiene la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación. Por tanto, la entidad no está obligada a informarse sobre su situación financiera ni sobre la adecuación del producto.

6. RECAPITULACIÓN

Hagamos recapitulación de lo visto, en nueve puntos principales.

1. Con carácter general, puede afirmarse que sobre el banco pesa la obligación, de carácter profesional[136], de informar adecuadamente al cliente antes de la perfección del contrato financiero y durante su ejecución[137]. Se ha configurado en nuestro Ordenamiento un derecho especial de información del cliente de servicios bancarios distinto, aunque complementario, al derecho que asiste a todo consumidor. La finalidad de ese derecho, obligación para la entidad financiera, es atenuar la asimetría de la información existente en los mercados financieros[138] y contribuir, en definitiva, a la protección del cliente o inversor bancario[139].

2. La existencia de una normativa específica de protección del consumidor bancario, junto a una disciplina más genérica de protección del cliente bancario, puede plantear problemas de delimitación entre ambas. El propio legislador ha previsto una solución, al establecer en el artículo 1.3 de la Ley 2/2009 que, «en caso de conflicto, será de aplicación la norma que contenga un régimen más preciso de control de las actividades definidas en el apartado primero o suponga una mayor protección de los consumidores y usuarios». También MiFID hace referencia a la cuestión, en su artículo 19.9 (artículo 79 quáter LMV): «En caso de que se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a normas europeas comunes para entidades de crédito y cré-

---

(134) Artículo 79 bis.3 LMV.

(135) Artículo 79 bis.6 LMV; artículo 35.5 Directiva 2006/73/CE.

(136) VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* p. 896.

(137) STS (Sección 1.ª) de 16 de mayo de 2008, sobre el deber del banco de informar al cliente sobre el estado de los préstamos concertados.

(138) VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* pp. 884 y ss.

(139) CAUSSE, H., «Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier», *cit.,* pp. 148 y ss.

Revista DBB 130.indb 41 26/09/13 10:38

ditos al consumo relativas a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información, dicho servicio no estará sujeto además a las obligaciones establecidas en el presente artículo». Estas disposiciones legislativas, sin embargo, no solucionan completamente el problema de delimitación planteado.

3. Puede decirse que, en buena medida, la normativa MiFID ha plasmado muchos de los principios sobre el deber de información de las entidades financieras que se habían venido gestando en Europa por vía jurisprudencial(140). Quizás el principal aporte de MiFID sea la creación de una nueva filosofía en relación con las obligaciones profesionales y deontológicas de las entidades financieras y el avance que ha impulsado para que sus reglas de conducta pasen ahora a estar esencialmente contenidas en normas de origen legal o reglamentario, en lugar de en meras obligaciones profesionales o deontológicas(141), que han probado sobradamente su escasa eficacia protectora respecto a los inversores(142). Son muchos los que valoran muy positivamente el impacto global de MiFID en los mercados financieros de la UE, considerando que proporciona a las entidades financieras tanto oportunidades como desafíos, de cuya conjunción resultará, sin duda, un saldo positivo(143). No obstante, junto a este juicio personal favorable coexisten dudas sobre si la normativa MiFID ha logrado el grado de armonización deseado por sus promotores(144). Ha de tenerse en cuenta que esta normativa es sólo una piedra en el camino de la construcción del mercado financiero único, por lo que sus efectos reales han de valorarse en la perspectiva que ofrece el nivel de concordancia y armonización alcanzado por otras directivas del mismo sector(145), sabiendo que a la unificación del mercado se llegará, en su caso, cuando todo el proceso legislativo concluya con éxito.

4. Si los presupuestos, el fundamento y las pretensiones de los redactores de MiFID están claros, no puede decirse lo mismo de la forma en que se articulan sus pretensiones. Ello no debe sorprender, pues la delimitación entre diversas categorías

---

(140) COTTY, T./ZADGORSKA, D., «L'investisseur face aux nouveux contours des obligations d'information et de mise en garde du banquier», *cit.,* p. 34; MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* p. 316.

(141) *Vid.* «Distribution des produits financiers: le choix assumé de l'autorégulation», *Revue Banque*, núm. 684, 2006, pp. 24 y ss.; VABRES, R., «Prestataires de services d'investissement», en *Revue de Droit bancaire et financiere* 2010, étude 3, pp. 27 y ss.; STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* pp. 428 y ss.; CAPRIGLIONE, F., *L'impresa bancaria. Tra controllo e autonomia*, Milano, 1983, pp. 343 y ss.; VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* p. 898.

(142) NELSON, P., *Capital Markets and Compliance. The Implications of MiFID*, Cambridge, 2008, pp. 225-226.

(143) *Vid.,* por todos, SMITH, D./LEGGETT, S., «Client Classification», *cit.,* p. 72; WHITE, L., «The Benefits, Opportunities and Challenges of MiFID», en *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*, ed. Chris SKINNER, Chichester, 2007, pp. 5 y ss.

(144) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* pp. 106 y ss.

(145) SKINNER, C., «Make or Break for Europe», en *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*, ed. Chris SKINNER, Chichester, 2007, pp. 137 y ss., pp. 148-149.

Revista DBB 130.indb 42 26/09/13 10:38

de clientes es tarea endiablada. Desde antiguo, en el sector se tiene clara conciencia de que no todos los clientes deben recibir el mismo trato en el terreno informativo; ahora bien, jurídicamente se echa en falta una idea precisa sobre cuál deba ser el criterio que haya de seguirse para proceder a la segmentación(146).

El criterio básico que sigue MiFID a estos efectos debe considerarse, en principio, correcto: busca discriminar entre la clientela en función de la diversa capacidad que puede presentar para comprender las características y los riesgos de los diversos productos financieros. La forma de articular esa regla es, sin embargo, confusa y suscita dudas relevantes, como la determinación de quién es o quién no es profesional, sobre la que pesan importantes incertidumbres(147), o como las vacilaciones conceptuales que promueve cierto grado de superposición que se da entre las categorías de cliente profesional y de contraparte elegible(148).

5. Otra cuestión problemática es la de la reciprocidad de la información. Un hecho que ha llamado poco la atención del sistema informativo de MiFID es la imposición de deberes informativos para ambas partes de la relación financiera. Esto tampoco es novedad, dado que la jurisprudencia de algunos países ya había subrayado el papel activo del cliente financiero en el terreno de la información y, en general, de la protección de sus derechos, en atención al principio que exige a los clientes desplegar una cierta diligencia para su propia protección, sin dejar recaer exclusivamente la actividad en la entidad financiera(149).

Es una evidencia que para el buen funcionamiento del sistema de protección que comentamos, la colaboración del cliente es insoslayable. Sin embargo, MiFID deja al descubierto una laguna nada insignificante al no dejar claro qué ocurre en los casos en los que el cliente se niega a proporcionar la información requerida(150).

Respecto a los casos en los que la información facilitada sea errónea o incompleta, la Directiva de desarrollo establece de manera expresa el remedio: las empresas de inversión tienen derecho a confiar en la información proporcionada por sus clientes o

---

(146) GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», *cit.,* pp. 211 y ss. Como señala este autor, dicha tarea comporta un vicio fundamental: promueve la categorización en grandes categorías de la masa de la clientela, cuando lo que se necesita es, precisamente, un conocimiento individual de las condiciones particulares de cada uno de los clientes. *Vid.,* asimismo, CREMADES, J., «Protección de los pequeños inversores en la contratación en los mercados de valores», en *Derecho del sistema financiero y tecnología* (dir. Agustín Madrid Parra), Madrid, 2010, pp. 373 y ss.

(147) SAP Alicante de 7 de noviembre de 2011. SCHUMACHER, M., *Risikoaufklärung fur Wert-papierfirmen und Effektenhändler, cit.,* pp. 8 y ss.; COTTY, T./ZADGORSKA, D., «L'investisseur face aux nouveux contours des obligations d'information et de mise en garde du banquier», en *Revue Trimestrielle du droit financiere*, núm. 3, 2009, pp. 33 y ss.

(148) NELSON, P., *Capital Markets and Compliance. The Implications of MiFID*, *cit.,* pp. 226 y ss.

(149) En este sentido VAUPLANE, H./BORNET, J.P., *Droit des marchés financieres*, *cit.,* p. 887.

(150) STOUFFLET, J./DUROX, S., «Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement», *cit.,* p. 437.

Revista DBB 130.indb 43 26/09/13 10:38

posibles clientes, a menos que sepan o deban saber que la información está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta(151). Se instaura, por tanto, una presunción de veracidad, que permite que la responsabilidad de la entidad no se vea comprometida, en principio, en caso de información incorrecta.

6. El proceso en sí de evaluación de la clientela presenta el problema de su complejidad, ligado a su alto componente subjetivo: de hecho, el sector tiene conciencia de que la fiabilidad de este tipo de exámenes es limitada(152). Los clientes no siempre colaboran adecuadamente ni dicen la verdad.

7. También resultan dudosos los efectos de la acción de evaluación. De MiFID se desprende que la obligación del prestador del servicio no se agota con la simple exposición ante el cliente de la información, sino que debe asegurarse que el cliente *la comprende*. Ahora bien, es muy difícil precisar el alcance de esta obligación, una de las cuestiones más espinosas sobre el asunto que tratamos. A falta de buena técnica legisladora, cabe entender que la entidad puede conformarse con la afirmación por parte del cliente de que ha comprendido las explicaciones sobre el producto, y si el cliente alegara posteriormente que en realidad no había interpretado adecuadamente las implicaciones del producto, tendría a mi juicio que soportar la carga de la prueba.

8. Resulta discutible el hecho de que todos los gobiernos, nacionales o regionales, sean sometidos al mismo régimen de protección atenuada, con independencia de su tamaño y naturaleza(153); por citar un ejemplo conflictivo en este sentido, las pequeñas corporaciones locales carecen de los mecanismos de autoprotección que se presumen en relación con los clientes profesionales.

9. Por último, ni MiFID ni su Directiva de desarrollo establecen una lista clara y sistemática de las medidas del código de conducta que son aplicables, de manera diferenciada, a los clientes profesionales y a los minoristas(154). No existe una enumeración sistemática de los diferentes niveles de protección de la clientela dimanantes del sistema MiFID, si bien del estudio sistemático de ambas normativas pueden extraerse al respecto las siguientes conclusiones principales:

En primer lugar, los principios básicos o reglas generales del código de conducta de MiFID, establecidos en el artículo 19 de la Directiva 39/2004/CE, son de aplicación tanto a los clientes profesionales como a los minoristas. Las principales diferencias de trato a la clientela, en función de su categorización, se establecen en la Directiva de desarrollo.

En segundo lugar, es al cliente minorista al que se le debe otorgar el mayor nivel de protección, por ser el que cuenta con la menor experiencia y conocimientos del

---

(151) Artículo 37.3 Directiva 2006/73/CE.

(152) En este sentido, GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», *cit.,* p. 217.

(153) ALAMOWITCH, S./BREEN, E., «Les emprunts dits *toxiques* conclus par les collectivités territoriales. État du débat», *Revue Trimestrielle du droit financiere*, núm. 4, 2009, pp. 58 y ss.

(154) KRUITHOF, M., «A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID», *cit.,* p. 123.

Revista DBB 130.indb 44 26/09/13 10:38

mercado financiero. La entidad que le presta servicios de inversión viene obligada a cumplir todas las normas de conducta previstas en la LMV y en sus normas de desarrollo, dirigidas a que el cliente comprenda la naturaleza y el alcance de los riesgos asumidos. Respecto a este cliente neófito o profano, las obligaciones informativas de la entidad de servicios de inversión son más acusadas. Se asimila así al cliente particular con el consumidor(155), desplegándose sobre él un mayor grado de protección. En lógica correlación, el cliente profesional recibe menor nivel de protección, en particular en lo que se refiere al derecho de información. En estos casos, el deber de informar de la entidad se atenúa, aunque no es inexistente(156).

(155) MOULIN, J.M., «L'investisseur averti», *cit.,* p. 316.

(156) En este sentido, GOURISSE, B., «Quel avenir pour la distinction investisseur profane/investisseur averti dans un monde d'innovation financière permanente?», *cit.,* p. 215.

Revista DBB 130.indb 45 26/09/13 10:38

Revista DBB 130.indb 46 26/09/13 10:38

CRÉDITO RESPONSABLE: UN NUEVO CONCEPTO EN NUESTRO ORDENAMIENTO

LUIS DE LA PEÑA y JUAN LÓPEZ-FRÍAS

Abogados de Garrigues

RESUMEN

El artículo desarrolla las nuevas obligaciones de concesión responsable de crédito a personas físicas introducidas por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico a raíz de la Ley de Economía Sostenible y, en especial, la obligación de evaluar la solvencia del cliente para hacer frente a las obligaciones de pago que se asumirán como consecuencia de la concesión de crédito. Para ello, distinguiremos entre la normativa de aplicación a entidades de crédito y a otros prestamistas no regulados, pues el legislador ha optado por imponer unas obligaciones reforzadas a las primeras. Asimismo, se analiza con cierto detalle la posible responsabilidad por incumplimiento de esta obligación así como el papel que juegan los ficheros de solvencia patrimonial y de crédito en el juicio de la solvencia del cliente.

Palabras clave: *Préstamo, crédito, consumidor, persona física, préstamo responsable, evaluación de la solvencia, ficheros de solvencia patrimonial y de crédito.*

ABSTRACT

The article develops the new obligations on responsible lending to individuals first introduced in our legal system following the enactment of the Sustainable Economy Act («Ley de Economía Sostenible») and, particularly, the obligation to assess the creditworthiness of the client in order to evaluate whether he/she will be able to meet the payment obligations assumed. To that end, we propose a distinction between the applicable legal framework to credit institutions and to other non-regulated lenders, since the legislator has opted to impose reinforced obligations to the former. Likewise, it is analyzed in some detail the possible liability for breach of this obligation as well as the role of the data bases on solvency and creditworthiness in the process of assessing the creditworthiness of the client.

Keywords: *Loan, credit, consumer, individual, responsible lending, assessment of creditworthiness, data bases on solvency and creditworthiness.*

Sumario

1. CONTEXTO EN EL QUE SE ENMARCA EL CRÉDITO RESPONSABLE.
2. ANTECEDENTES NORMATIVOS.
3. EL CRÉDITO RESPONSABLE EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL.
   - **3.1. Concepto.**
   - **3.2. Ámbito objetivo y subjetivo.**
   - **3.3. Análisis de la normativa de aplicación.**

Revista DBB 130.indb 47 26/09/13 10:38

3.4. Responsabilidad por incumplimiento o cumplimiento defectuoso de la obligación de evaluar la solvencia del cliente.

3.5. Régimen sancionador.

4. LA EVALUACIÓN DE LA SOLVENCIA DEL CLIENTE EN EL DERECHO COMPARADO.

4.1. Estados miembros de la UE.

4.2. Estados extracomunitarios.

5. OTRAS CUESTIONES DE APLICACIÓN PRÁCTICA.

5.1. Conflictos de privacidad y protección de datos.

5.2. La delegación a terceros del análisis de la solvencia.

6. REFLEXIONES FINALES.

1. CONTEXTO EN EL QUE SE ENMARCA EL CRÉDITO[1] RESPONSABLE

Durante los años de bonanza económica el mercado crediticio español se caracterizaba por una asombrosa facilidad de acceso al crédito, tanto a profesionales como a particulares. La filosofía imperante en este contexto consistía en el otorgamiento de crédito (y, singularmente, crédito hipotecario) en grandes volúmenes, pues las entidades de crédito confiaban en que los acreditados podrían hacer frente a sus obligaciones y que, de lo contrario, la ejecución de la garantía —el embargo de la vivienda habitual en la mayoría de los casos— les permitiría la recuperación del crédito. Esto se debía a que el mercado inmobiliario estaba en auge y parecía que los precios de las viviendas mantendrían su tradicional crecimiento exponencial *sine die*. Los prestatarios comprobaban que las entidades de crédito concedían crédito a tipos de interés bajos y con vencimientos a muy largo plazo por lo que, en no pocas ocasiones, solicitaban crédito sin verdadera conciencia de las obligaciones de pago que asumían, lo que ha llevado a un sobreendeudamiento generalizado cuyas consecuencias se ponen ahora de manifiesto con la crudeza que conocemos.

La deuda financiera de las familias se ha visto afectada por el cambio de ciclo económico y por el particular nuevo escenario español, que ha determinado un drástico cambio de las circunstancias respecto de las existentes en el momento en que se contrajeron las deudas: la época de precios altos de las viviendas y de la financiación barata (créditos hipotecarios en cuantía superior al valor del bien adquirido[2] y con

(1) En adelante, a los efectos de este trabajo «préstamo» y «crédito» se utilizarán indistintamente.

(2) Otro asunto a considerar, que no es objeto del presente artículo, sería la adecuación de las tasaciones de los activos inmobiliarios durante los años de crecimiento económico.

Revista DBB 130.indb 48 26/09/13 10:38

plazos de amortización que sobrepasan, incluso, la esperanza de vida del prestatario) deja paso a un descenso del precio de las viviendas y al aumento del desempleo, por lo que muchos préstamos dejan de pagarse —incrementándose la morosidad y las ejecuciones hipotecarias—. Ante esta situación, las entidades deben hacer dotaciones para cubrir esa morosidad y la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios, lo que reduce el beneficio de su cuenta de resultados y, consecuentemente, la falta de beneficios arrastra la solvencia de las entidades de crédito a niveles inaceptables. En este sentido, las entidades de crédito que operan en España registraron en noviembre de 2012 una morosidad del 11,38%, la cifra más alta desde que el Banco de España publica estos datos, con un volumen de créditos dudosos de 191.630 millones de euros, un 42,76% más que en el mismo mes del año anterior(3).

La evaluación de la capacidad del cliente para hacer frente a sus obligaciones de pago es un principio económico fundamental para cualquier prestamista en la concesión de crédito, pues nadie concedería crédito a una persona que presumiblemente no va a poder amortizarlo. Sin embargo, como decimos, durante los años de bonanza económica la solvencia del cliente se sobreentendía. Además, los organismos supervisores no exigían el cumplimiento de especiales requisitos de evaluación de la solvencia para la concesión de créditos.

El legislador, consciente de la concesión irresponsable de crédito, ha querido regular esta materia con el doble objetivo de proteger tanto a las propias entidades prestamistas como a los prestatarios. Indirectamente, el legislador busca proteger, asimismo, a las propias Administraciones Públicas y, en último término, al contribuyente, puesto que, a raíz del proceso de reestructuración del sistema financiero que se está llevando a cabo en los últimos años, es este último el que finalmente paga, al menos en parte, las consecuencias de la inyección de capital público en las entidades de crédito con problemas de solvencia.

De esta forma, el legislador impone a las entidades prestamistas ciertas obligaciones de diligencia a la hora de conceder préstamos mediante la obligación de analizar tanto la capacidad del cliente de hacer frente a sus obligaciones como la conveniencia de la operación para él, siempre teniendo en cuenta que las entidades deben actuar en el mejor interés del cliente, especialmente cuando se trata de operaciones con consumidores. Asimismo, se imponen una serie de obligaciones reforzadas cuando la relación contractual se establece entre una entidad de crédito y un prestatario persona física.

Como posteriormente comentaremos en detalle, la obligación de evaluar la solvencia del cliente en la concesión de préstamos personales (no hipotecarios) se introduce en nuestro ordenamiento jurídico a mediados de 2011 en virtud de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (la «**LES**»). Sin embargo, desde 2007 ya exis-

(3) Antes de que empezara la crisis, la morosidad de la financiación al consumo solía estar por encima de la general del crédito. Sin embargo, la situación actual ha cambiado: el porcentaje de impagos de crédito al consumo está en el 7,6%, frente al 10% que ha alcanzado la ratio general de morosidad, impulsada por los impagos del ladrillo, que han escalado hasta el 27%.

Revista DBB 130.indb 49 26/09/13 10:38

tía en nuestro ordenamiento jurídico la obligación de evaluar la conveniencia e idoneidad de una operación para los clientes de servicios de inversión[4]. El objetivo del análisis de conveniencia es que la entidad que presta servicios de inversión obtenga los datos necesarios para valorar si, en su opinión, el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del servicio o producto de inversión ofrecido, advirtiéndole en aquellos casos en que juzgue que el producto no es adecuado. Por su parte, el análisis de idoneidad implica que la entidad que presta ciertos servicios de inversión deberá obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o servicio concreto que se trate, sobre la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión que más le convengan[5]. Resulta ciertamente paradójico que aquellos que pueden invertir en productos financieros, que son, por lo general, aquellas personas que más tienen —y que sólo pueden perder hasta un máximo de la inversión realizada—, hayan gozado desde hace tanto tiempo de estas medidas de protección, mientras que no ha sido hasta 2011 cuando se han introducido estas medidas de protección del cliente de servicios financieros que, también generalmente, son aquellos que piden crédito para poder hacer frente a sus obligaciones de pago diarias y así vivir dignamente —pudiendo, además, perder todo lo que tienen[6]—.

La reestructuración del sistema financiero español y la debilidad de la demanda interna han condicionado la financiación al consumo (es decir, los préstamos personales sin garantía hipotecaria). En el tercer trimestre de 2012, el crédito concedido a los hogares para consumo y otras finalidades (excepto vivienda) continuó descendiendo, pero a un ritmo menor que el registrado durante el primer semestre de 2012, situando el saldo vivo del crédito al consumo a niveles de 2004[7]. Desde los máximos alcanzados a mediados de 2008, el saldo del crédito bancario no hipotecario a familias en España ha caído un 20,9%, es decir, en más de 36.000 millones de euros. Según los últimos datos publicados por el Banco de España, el ritmo de caída interanual de este tipo de financiación se situó en junio de 2012 en el 7,1%, un punto por encima del promedio mundial. Este proceso de desapalancamiento se ha materializado en una disminución de la ratio de crédito al consumo sobre PIB hasta el 6% en septiembre de 2012, tres décimas por debajo de la media europea. Si bien el aumento de los tipos de interés del crédito al consumo como consecuencia de los cambios de política comercial de las entidades financieras —asociados al aumento de la incertidumbre— ha podido contribuir a la disminución del crédito, las encuestas realizadas indican que el deterioro de la financiación al consumo se explica, ante todo, por una reducción generalizada de la

(4) Artículo 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(5) Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad de 17 de junio de 2010 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(6) En préstamos con tipo de interés variable el riesgo es ilimitado.

(7) Por plazo, son los préstamos entre uno y cinco años los que más retroceden respecto al año anterior (–33%), seguidos de los de más de cinco años (–17,2%) y de los de menos de un año (–8,4%), los cuales representan en torno al 40% del total de las operaciones suscritas en 2012.

Revista DBB 130.indb 50 26/09/13 10:38

demanda interna. Además, el aumento de la imposición indirecta anticipa una caída del gasto de los hogares en torno al 2,9% durante 2013 (8). En este sentido, las perspectivas a corto y medio plazo apuntan a un descenso notable del consumo privado, especialmente de bienes duraderos.

2. ANTECEDENTES NORMATIVOS

Las medidas de concesión responsable de crédito, que se adoptan a raíz de la crisis económica, son la plasmación de ciertas obligaciones que las entidades prestamistas ya debían cumplir de acuerdo a la legislación aplicable (en particular, la derogada Circular 8/1990, del Banco de España, de 7 de septiembre, a entidades de crédito, sobre Transparencia de las Operaciones y Protección de la Clientela venía a regular ciertas prácticas que debían seguir las entidades de crédito en su actividad habitual). Además, las entidades de crédito debían tener en cuenta las normas específicas sobre gestión de riesgos y control interno aplicables conforme a la legislación vigente, y en especial, la relativa a coeficientes de solvencia y de disciplina e intervención de las entidades de crédito. En concreto, el artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (la «**Ley 26/1988**»), ya facultaba al Ministro de Economía y Competitividad para que, con el fin de proteger los legítimos intereses de su clientela activa y pasiva (y no sólo a los consumidores o usuarios), pudiera dictar normas de carácter reglamentario con el fin de proteger a dicha clientela (incluyendo la obligatoriedad de que los contratos se redactaran por escrito, que se entregara una copia al cliente, la inclusión de cierta información en la publicidad de las condiciones relativas a sus operaciones activas o pasivas, el control de la publicidad, la publicación de índices de referencia para el caso de préstamos a tipo de interés variable, etc.)(9). Sin embargo, estas normas no estaban coordinadas entre sí y existía cierta inseguridad jurídica en la materia.

Comenzaremos el repaso a los antecedentes legislativos en la materia retrocediendo hasta la primera Ley de Crédito al Consumo(10), de 23 de marzo de 1995, que

---

(8) Fuente: Informe de situación del Consumo (segundo semestre 2012). Análisis económico del Servicio de Estudios del Grupo BBVA.

<http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1212_Situacionconsumo_tcm346-363646.pdf?ts=1912013>.

(9) Al amparo de esa habilitación, el Ministro de Economía y Hacienda dictó, en su día, 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, que fue, a su vez, objeto de desarrollo mediante la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, a entidades de crédito, sobre Transparencia de las Operaciones y Protección de la Clientela, de forma que el conjunto de estas dos disposiciones ha constituido (con las diversas modificaciones y actualizaciones de las que han sido objeto) el marco regulador básico de la actuación de las entidades de crédito en su relación con la clientela hasta la publicación de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

(10) Si se desea un análisis en mayor profundidad de dicha norma, consultar:

AGUILAR RUIZ, L.: *La protección legal del consumidor de crédito*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2001; BUSTO LAGO, J.M.: «Los contratos de financiación del consumidor», en *Reclamaciones de Con-*

Revista DBB 130.indb 51 26/09/13 10:38

nace de la necesidad de transponer la Directiva 87/102/CEE, del Consejo, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo (la «**Directiva 87/102/CEE»**). En virtud de la mencionada Directiva 87/102/CEE se pretendió establecer un sistema jurídico armonizado de protección del consumidor comunitario, debido a la extensa (y a menudo fragmentada) legislación reguladora de las condiciones legales y financieras del crédito al consumo.

Sin embargo, el paso del tiempo demostró que la Directiva 87/102/CEE no era suficiente para lograr establecer dicho sistema jurídico, lo que obligó a los Estados miembros a desarrollar y completar el régimen de protección al consumidor mediante la promulgación de normas internas, necesarias para adaptar la legislación al vertiginoso desarrollo que tuvo el concepto de crédito al consumo(11).

La Comisión Europea observó que, de nuevo, la protección al consumidor era diferente en cada Estado miembro, mientras que al mismo tiempo se había generado un alto nivel de inseguridad jurídica hacia los prestamistas, que desconocían el alcance real de sus obligaciones. Ante esta situación, la Comisión Europea decidió realizar un exhaustivo análisis de la legislación interna que cada Estado había desarrollado para transponer la Directiva 87/102/CEE. La finalidad de la Comisión Europea no era otra que lograr unificar las distintas normas internas en una única norma comunitaria, para, de esta manera, alcanzar al fin el viejo objetivo de establecer un sistema armonizado

---

sumo: Derecho de consumo desde la perspectiva del consumidor, Aranzadi, Navarra, 2005; DÍAZ ALABART, S.: «Financiación del consumo y contratos unidos en la Ley de Crédito al Consumo», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 20, 1996; DÍAZ MORENO, A.: «Ley de crédito al consumo», *Derecho de los Negocios*, núm. 55, abril, 1995, pp. 43 y ss.; GARCÍA MÁS, F.J.: «Breve análisis sobre la Ley de Crédito al Consumo de 23 de marzo de 1995», *RCDI*, núm. 637, 1996, pp. 2179 y ss.; GAVIDIA SÁNCHEZ, J.V.: *El crédito al consumo (cesión y contratos vinculados)*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996; MARÍN LÓPEZ, J.J.: «El ámbito de aplicación de la Ley de Crédito al Consumo», en *Crédito y protección del consumidor*, Estudios de Derecho Judicial, CGPJ, Madrid, 1996; MARÍN LÓPEZ, J.J.: «El ámbito de aplicación de la Ley de Crédito al Consumo», en AA.VV.: *Crédito al consumo y transparencia bancaria*, Civitas, Madrid, 1998; MARÍN LÓPEZ, M.J.: *La compraventa financiada de bienes de consumo*, Aranzadi, 2000; MARÍN LÓPEZ, M.J.: «Análisis de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo», *EC*, núm. 55, 2000; NAVAS NAVARRO, S.: «Notas sobre la financiación por un tercero y el crédito al consumo», *EC*, núm. 53, 2000; ORDÁS ALONSO, M.: *La deuda de intereses en las pólizas de crédito bancario*, Comares, Granada, 2008; PRATS ALBENTOSA, L.: *Préstamo de consumo. Crédito al consumo*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2001; PRATS ALBENTOSA, L.: «Crédito al consumo», *Noticias de la Unión Europea*, núms. 211-212, agosto-septiembre, 2002; RIVERO ALEMÁN, S.: *Disciplina del crédito bancario y protección del consumidor*, Aranzadi, Navarra, 1995; ROCA GUILLAMÓN, J.J.: «Los contratos de crédito al consumo: forma y contenido, reembolso anticipado y cobros indebidos», en AA.VV.: *Crédito al consumo y transparencia bancaria*, Civitas, Madrid, 1998; SÁNCHEZ HERRERO, J.R.: «Comentario a la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo», *AC* , núm. 31, 1996, pp. 705 y ss.; SERRA MALLOL, A.J.: «Ley de Crédito al Consumo (Ley 7/1995, de 23 de marzo): un examen de su regulación», *RGD*, núm. 609, junio, 1995, pp. 6337 y ss.; VÉRGEZ, M.: «Análisis de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de crédito al consumo», en *Estudios de Derecho Mercantil homenaje al Profesor J. F. Duque*, vol. II, Universidad de Valladolid, Valladolid, 1998; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, pp. 437 y ss.

(11) El artículo 15 de la Directiva 87/102/CEE faculta a los Estados miembros a adoptar disposiciones más severas para la protección del consumidor.

Revista DBB 130.indb 52 26/09/13 10:38

de protección al consumidor comunitario, así como fomentar la libre circulación de bienes y servicios intracomunitarios, pues el desarrollo de un mercado crediticio más transparente y eficaz dentro del espacio sin fronteras interiores es fundamental para promover el desarrollo de las actividades transfronterizas.

Tras años de estudio y trabajo, la Comisión Europea aprobó la Directiva 2008/48/CE[12] del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los Contratos de Crédito al Consumo (la «**Directiva 2008/48/CE**»), por la que se derogó la Directiva 87/102/CEE del Consejo. En este caso, la Directiva 2008/48/CE no dispone un mero marco de actuación para que cada Estado miembro desarrolle normas internas, sino que supone establecer un verdadero entramado normativo de aplicación directa, cuyo contenido deberá ser transpuesto mediante una norma estatal para su inclusión en el ordenamiento jurídico de cada Estado.

La Directiva 2008/48/CE tiene por objeto armonizar determinados aspectos de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de contratos de crédito al consumo y para ello introduce una serie de obligaciones relativas a la concesión responsable de crédito a los consumidores, que incluyen, entre otros, los requisitos relativos a la publicidad de las operaciones de concesión de crédito, la información contractual y precontractual que deben proporcionar los prestamistas y la obligación por parte de éstos de evaluar la solvencia del consumidor con anterioridad a la suscripción del contrato.

Con anterioridad a la transposición de la Directiva 2008/48/CE en el ordenamiento jurídico español, la LES ya hacía referencia, en su artículo 29, a la obligación de las entidades de crédito de evaluar, en la celebración de contratos de crédito con su clientela en general y con los consumidores en particular (aspecto éste que será posteriormente desarrollado por la Ley 16/2011, de 24 de junio, de Contratos de Crédito al Consumo), no sólo la solvencia, sino también la conveniencia de estas operaciones para sus clientes. La LES trató de llevar a cabo un avance sustancial en materia de transparencia bancaria introduciendo en nuestro ordenamiento un nuevo enfoque de intervención regulatoria que, a pesar de su relevancia en el debate internacional, aún resultaba ajeno a nuestro Derecho. Para ello, la LES estableció no solo la obligatoriedad de llevar a cabo una adecuada evaluación de la solvencia de los clientes (práctica, como decimos, completamente extendida entre las entidades de crédito españolas), sino también la necesidad de fomentar activamente todo un elenco de prácticas dirigidas a garantizar la concesión responsable de crédito por parte de estas entidades. Es a partir de la LES cuando comienza a delimitarse en el ordenamiento jurídico español el concepto de «préstamo responsable».

---

(12) El principal problema de esta Directiva es la determinación de su ámbito de aplicación, aspecto que viene regulado en sus artículos 1, 2 y 3, cuya aplicación es confusa y compleja. Para un mejor entendimiento de este aspecto, consultar el artículo «El ámbito de aplicación de la Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE del Consejo»; autora: Marta Ordás Alonso. Profesora Titular de Derecho Civil. Universidad de León; Publicación: Aranzadi Civil-Mercantil, núm. 16/2008. Editorial Aranzadi, S.A.

Revista DBB 130.indb 53 26/09/13 10:38

Por su parte, la Ley 16/2011, de 24 de junio, de Contratos de Crédito al Consumo (la «**LCC**»), transpone la Directiva 2008/48/CE al ordenamiento jurídico español, introduciendo una serie de novedades a la regulación anterior, entre las que incorpora una mayor atención a determinadas técnicas crediticias (como los contratos vinculados o los descubiertos), mayores exigencias respecto de la información previa que ha de proporcionar el prestamista al consumidor y, finalmente, introduce prácticas responsables que imponen al prestamista un control más estricto del riesgo de la operación y la solvencia del cliente, al hilo del concepto de «préstamo responsable» introducido en la LES.

La LES, en su artículo 29.2, faculta al Ministro de Economía y Competitividad para que apruebe las normas necesarias para garantizar un adecuado nivel de protección a los usuarios de servicios financieros en sus relaciones con entidades de crédito. En uso de tal habilitación se ha promulgado la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de Transparencia y Protección del Cliente de Servicios Bancarios (la «**Orden EHA/2899/2011**»). Como indica su exposición de motivos, esta Orden pretende cumplir una triple finalidad: i) concentrar y sistematizar en un único texto la normativa básica de transparencia, para mejorar su claridad y su accesibilidad para el ciudadano; ii) actualizar el conjunto de las previsiones relativas a la protección del cliente bancario, a fin de racionalizar y aumentar las obligaciones de transparencia y racionalizar la conducta de las entidades de crédito; y iii) desarrollar los principios generales previstos en la LES en lo que se refiere al préstamo responsable.

Por su lado, la Orden EHA/2899/2011 habilita al Banco de España para dictar las normas precisas para su desarrollo y ejecución. En consecuencia, se promulgó la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a Entidades de Crédito y Proveedores de Servicios de Pago, sobre Transparencia de los Servicios Bancarios y Responsabilidad en la Concesión de Préstamos (la «**Circular 5/2012**»), que persigue, ante todo, desarrollar, de una manera ordenada y consistente con las mejores prácticas del mercado, el conjunto de mandatos que contiene la Orden EHA/2899/2011. La Circular 5/2012 deroga la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre Transparencia de las Operaciones y Protección de la Clientela, que era la norma que contenía la regulación sobre buenas prácticas bancarias hasta el momento. Por tanto, podemos decir que la Circular 5/2012 es una actualización de la normativa ya existente en la materia.

De esta manera, mediante el conjunto formado por ambas normas —la Orden EHA/2899/2011 y la Circular 5/2012—, se pretende configurar un nuevo marco de conducta, que, dotado de una estructura sistemática, con vocación de permanencia y estabilidad, y claramente orientado a la protección de los clientes de servicios bancarios, deberá regir en lo sucesivo las relaciones entre éstos y las entidades de crédito, sin perjuicio de que ciertas materias estén específicamente reguladas por su normativa sectorial[13]. Por su parte, la normativa reguladora del préstamo responsable cuando el prestamista no es una entidad de crédito está contenida en la LCC.

(13) Por ejemplo, la normativa específica relativa a los préstamos hipotecarios, los servicios de pago o la publicidad bancaria.

Revista DBB 130.indb 54 26/09/13 10:38

3. EL CRÉDITO RESPONSABLE EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL

3.1. Concepto

La preocupación del legislador acerca de la concesión y asunción irresponsable de crédito ha propiciado el desarrollo de una serie de obligaciones de diligencia que las entidades prestamistas y, en especial, las entidades de crédito deben cumplir, y que constituyen unas pautas generales que deben regir en su relación con los clientes.

Al hilo del concepto consagrado en la LES y posteriormente recogido en la LCC, la Orden EHA/2899/2011 y la Circular 5/2012, entendemos por «préstamo responsable» aquel préstamo o crédito concedido por un prestamista (ya sea éste una entidad de crédito o no), en cumplimiento de las obligaciones de concesión de crédito recogidas en dicha normativa, y habiendo evaluado éste, de manera diligente, la capacidad del cliente de hacer frente a las obligaciones de pago asumidas.

3.2. Ámbito objetivo y subjetivo

El ámbito objetivo del presente artículo se limita a aquellas operaciones en las que el prestamista suscribe un contrato de crédito con una persona física, que podrá ser profesional o consumidor, entendiéndose por este último aquella persona que actúa con fines que están al margen de su actividad comercial o profesional(14). Por tanto, incluso cuando el prestatario sea un profesional, el objeto del presente artículo se limita a la contratación con **personas físicas**, que son las que el legislador entiende que están más desprotegidas y son más vulnerables debido a su menor poder de negociación y a su, generalmente, inferior nivel de conocimientos financieros.

Asimismo, quedan excluidos del objeto del presente artículo aquellos créditos o préstamos garantizados por hipoteca inmobiliaria, cuyo régimen jurídico está recogido en la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, que también recoge cierta información que se deberá proporcionar obligatoriamente al consumidor con carácter previo a la celebración del contrato, aunque no impone expresamente obligación al prestamista de evaluar la solvencia del cliente.

Por último, sólo serán objeto de esta normativa los contratos de crédito y préstamo, por lo que también quedan excluidos los contratos relativos a productos o servicios de inversión que están regulados, entre otros, en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores(15).

---

(14) Artículo 3.a) Directiva 2008/48/CE y artículo 2.1 de la LCC.

(15) Como comentábamos en el apartado primero del presente artículo, de acuerdo con el artículo 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, las empresas de servicios de inversión deberán evaluar la conveniencia e idoneidad de los clientes de servicios de inversión con anterioridad a

Revista DBB 130.indb 55 26/09/13 10:38

En cuanto al ámbito subjetivo, nos centramos en aquellas entidades prestamistas a las que sea de aplicación el contenido de la normativa sobre préstamo responsable a personas físicas. En este sentido, la normativa será de aplicación a **cualquier prestamista**, ya sea entidad de crédito o no, entendiéndose como tal a cualquier persona física o jurídica que concede o se compromete a conceder un crédito en el ejercicio de su actividad comercial o profesional(16).

3.3. Análisis de la normativa de aplicación

A continuación, procedemos a realizar un análisis de las obligaciones que la normativa relevante impone a los prestamistas en sus relaciones de crédito con personas físicas, distinguiendo dos escenarios: prestamistas que no son entidades de crédito y prestamistas entidades de crédito; pues el marco jurídico impone unas obligaciones de diligencia reforzadas a estas últimas(17).

A) Obligaciones impuestas a prestamistas que no son entidades de crédito

Las obligaciones de diligencia a la hora de la concesión de crédito impuestas a prestamistas que no son entidades de crédito están recogidas en la Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los Contratos de Crédito al Consumo y en la Ley 16/2011, de 24 de junio, de Contratos de Crédito al Consumo, que transpone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2008/48/CE. Estas dos normas son de aplicación a prestamistas que suscriban contratos de crédito con consumidores, entendiéndose por éstos las personas físicas que actúan con fines que están al margen de su actividad comercial o profesional. Por tanto, la primera conclusión es que el legislador no ha impuesto obligaciones de diligencia en la concesión de préstamos cuanto intervienen un prestamista que no es entidad de crédito y un prestatario que no tiene la consideración de consumidor por actuar en el marco de su actividad comercial o profesional.

La Directiva 2008/48/CE tiene por objeto armonizar determinados aspectos de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de contratos de crédito al consumo en los que cualquier prestamista conceda un préstamo o crédito a un consumidor. Sin ánimo de exhaustividad, las obligaciones que la Directiva 2008/48/CE impone a los prestamistas en relación a los contratos de crédito al consumo pueden resumirse en las siguientes:

---

la celebración del contrato. Otro ejemplo podría ser la comercialización a minoristas de participaciones preferentes, instrumentos de duda convertibles y financiaciones subordinadas computables como recursos propios, cuya comercialización está sujeta a lo establecido en el Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

(16) Artículo 2.2 LCC.

(17) Sin perjuicio de la distinción, cuando suscriban un contrato de préstamo con consumidores, ambos tipos de prestamistas deberán cumplir con las obligaciones derivadas de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

Revista DBB 130.indb 56 26/09/13 10:38

(i) Proporcionar determinada información básica en la publicidad relativa a los contratos de crédito al consumo, incluyendo, entre otros, el importe total del crédito y la tasa anual equivalente[18].

(ii) Proporcionar y explicar determinada información precontractual con la debida antelación y, en todo caso, antes de que el consumidor asuma cualquier obligación en virtud de un contrato u oferta de crédito, que le permita comparar las diversas ofertas y adoptar una decisión informada[19].

(iii) Evaluar la solvencia del consumidor sobre la base de una información suficiente, basándose, cuando proceda, en la información recogida de las bases de datos[20].

(iv) Introducir en soporte duradero cierta información en los contratos de crédito relativa a las características de la operación[21].

(v) Calcular y presentar la tasa anual equivalente de acuerdo con la fórmula matemática establecida en la parte I de su Anexo I.

Como vemos, es la Directiva 2008/48/CE, en su artículo octavo, la que introduce por primera vez la obligación de evaluar la solvencia del consumidor con anterioridad a la celebración del contrato de crédito.

Por su parte, la Directiva 2008/48/CE es desarrollada por la LCC. Esta Ley sólo se aplicará, al igual que la Directiva 2008/48/CE, cuando el cliente sea un consumidor o usuario y cuando el prestamista actúe en el ejercicio de su actividad comercial o profesional (artículo 2.2 LCC).

En este sentido, la LCC establece que el prestamista y, en su caso, el intermediario de crédito, deberán facilitar de forma gratuita al consumidor, con la debida antelación y antes de que el consumidor asuma cualquier obligación en virtud de un contrato u oferta de crédito, la información que sea precisa para comparar las diversas ofertas y adoptar una decisión informada sobre la suscripción del contrato de crédito. Asimismo, el artículo 11 de la LCC establece que los prestamistas y, en su caso, los intermediarios de crédito facilitarán al consumidor explicaciones adecuadas de forma individualizada para que éste pueda evaluar si el contrato de crédito propuesto se ajusta a sus intereses, a sus necesidades y a su situación financiera, si fuera preciso, explicando la información precontractual, las características esenciales de los productos

(18) Artículo 4 de la Directiva 2008/48/CE.

(19) Artículo 5 de la Directiva 2008/48/CE.

(20) Artículo 8 de la Directiva 2008/48/CE. Además, el considerando 26 de la Directiva 2008/48/CE establece que «es importante que los prestamistas no concedan créditos de forma irresponsable o sin haber evaluado previamente la solvencia del prestatario, y que los Estados miembros lleven a cabo el control necesario para evitar tales comportamientos, así como los medios necesarios para sancionar a los prestamistas en caso de que ello ocurra. (…) los prestamistas deben tener la responsabilidad de controlar individualmente la solvencia del consumidor».

Asimismo, insiste en la necesaria prudencia del consumidor en la suscripción de contratos de crédito al afirmar que los consumidores «deben actuar con prudencia y cumplir sus obligaciones contractuales».

(21) Artículo 10 y siguientes de la Directiva 2008/48/CE.

Revista DBB 130.indb 57 26/09/13 10:38

propuestos y los efectos específicos que pueden tener sobre el consumidor, incluidas las consecuencias en caso de impago por parte de éste.

Para cumplir con las exigencias de la Directiva 2008/48/CE, la LCC exige a los prestamistas una mayor responsabilidad a la hora de conceder o modificar un crédito a fin de evitar situaciones de morosidad como las que actualmente afectan al sistema financiero. En su artículo 14, y en términos prácticamente idénticos a los de la LES, se establece la obligación del prestamista, antes de que se celebre el contrato de crédito, de evaluar la solvencia del consumidor. Al igual que en la Directiva 2008/48/CE, la evaluación de la solvencia del consumidor deberá realizarse de nuevo si las partes acuerdan modificar significativamente el importe total del crédito tras la celebración del contrato, debiendo actualizar la información financiera de que disponga el prestamista sobre el consumidor.

Por último, el artículo 15 de la LCC hace especial referencia al acceso a los ficheros de solvencia patrimonial para evaluar la solvencia del consumidor a que se refiere la Directiva 2008/48/CE en su artículo noveno. En este sentido, si la denegación de una solicitud de crédito se basa en la consulta de un fichero, el prestamista deberá informar al consumidor inmediata y gratuitamente de los resultados de dicha consulta y de los pormenores de la base de datos consultada.

B) Obligaciones impuestas a entidades de crédito

Sin perjuicio de su sometimiento a las obligaciones establecidas en la Directiva 2008/48/CE y en la LCC en su relación con consumidores[(22)], la normativa que recoge las obligaciones de diligencia en la concesión de crédito a personas físicas por parte de las entidades de crédito está recogida en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de Transparencia y Protección del Cliente de Servicios Bancarios y la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a Entidades de Crédito y Proveedores de Servicios de Pago, sobre Transparencia en los Servicios Bancarios y Responsabilidad en la Concesión de Préstamos.

Ley de Economía Sostenible:

La LES hace por primera vez referencia (incluso con anterioridad a la transposición de la Directiva 2008/48/CE mediante la LCC), en su artículo 29, a la obligación de las entidades de crédito de evaluar en la celebración de contratos —y muy especialmente, en la concesión de créditos y préstamos— no sólo la solvencia de sus clientes, sino también la conveniencia de los productos para éstos. Para ello, la citada ley estableció no solo la obligatoriedad de llevar a cabo una adecuada evaluación de la

(22) El artículo 33 de la Orden EHA/2899/2011 afirma que cuando el servicio bancario de crédito se presta a un consumidor, la relación se regirá por la LCC y, en lo no previsto en la citada Ley, le será aplicable lo establecido en el título I y en el capítulo I del título III de la Orden EHA/2899/2011 (que incluye la obligación de evaluar la solvencia del cliente).

Revista DBB 130.indb 58 26/09/13 10:38

solvencia de los clientes (práctica, como decimos, completamente extendida entre las entidades de crédito españolas), sino también la necesidad de fomentar activamente todo un elenco de prácticas dirigidas a garantizar la concesión responsable de los préstamos, que serán recogidas en un documento escrito del que se dará cuenta en una nota de la memoria anual de actividades de la entidad de crédito en cuestión.

Como decimos, esta obligación de las entidades de crédito no se dirige sólo a la contratación con consumidores o usuarios de servicios bancarios (aspecto éste que será oportunamente desarrollado por la LCC), sino que también *se dirige a cualquier contraparte que solicite la obtención de un préstamo por parte de una entidad de crédito, incluso tratándose de un empresario.* Por tanto, la entidad de crédito deberá, en todo caso, estudiar si concede o no un crédito o préstamo solicitado por el cliente, que no puede limitarse a cumplir con una mera formalidad. Esta evaluación debe plantearse en base a la adecuación de los contratos planteados con los intereses, necesidades y situación financiera del cliente concreto, lo que introduce en cierta medida el *principio de proporcionalidad* que posteriormente será desarrollado en la Circular 5/2012, que implica que la entidad de crédito deberá cumplir con unas mayores obligaciones de diligencia dependiendo de las características concretas de cada cliente.

Al hilo de lo establecido en la Directiva 2008/48/CE y en la LCC, la información que deberá recabar la entidad de crédito del cliente podrá incluir la facilitada por él, así como la resultante de la consulta de ficheros automatizados de datos, de acuerdo con la legislación vigente, especialmente en materia de protección de datos de carácter personal.

Orden EHA/2899/2011:

La Orden EHA/2899/2011 surge de la habilitación que hace la LES al Ministro de Economía y Competitividad para aprobar las normas necesarias para garantizar el adecuado nivel de protección de los usuarios de los servicios financieros en sus relaciones con las entidades de crédito. Esta Orden tiene un triple objetivo:

(i) Concentrar en un único texto la normativa básica de transparencia de modo que, de manera sistemática e ilustrativa, la propia codificación de la materia mejore por sí misma su claridad y accesibilidad para el ciudadano, superando la actual dispersión normativa;

(ii) Actualizar el conjunto de las previsiones relativas a la protección del cliente bancario, al objeto de racionalizar, mejorar y aumentar, donde resultaba imprescindible, las obligaciones de transparencia y conducta de las entidades de crédito; y

(iii) Desarrollar los principios generales previstos en la LES en lo que se refiere al «préstamo responsable», de modo que se introducen las obligaciones correspondientes para que el sector financiero español, en beneficio de los clientes y de la estabilidad del mercado, mejore los niveles prudenciales en la concesión de este tipo de operaciones.

Revista DBB 130.indb 59 26/09/13 10:38

El ámbito de aplicación de la Orden EHA/2899/2011 se circunscribe expresamente a entidades de crédito en su relación con los clientes personas físicas, que pueden actuar tanto como consumidores como en el ámbito de su actividad profesional o empresarial. En este último supuesto, las partes podrán acordar que no se aplique total o parcialmente lo previsto en la Orden EHA/2899/2011, con la excepción de lo establecido en el capítulo II del título III, referido a las normas relativas a préstamos y créditos hipotecarios (artículo 4 de la Orden EHA/2899/2011).

La Orden EHA/2899/2011 ha diseñado un sistema basado en la evaluación de la solvencia, que tiene como objetivo la valoración del riesgo de impago a efectos de la posible concesión de un préstamo y cuyo desarrollo no debiera, en ningún caso, suponer una barrera de acceso al crédito a la población, sino un estímulo legal al comportamiento más sano y prudente de entidades y clientes. En este sentido, la Orden EHA/2899/2011 exige la adecuada evaluación de la solvencia del cliente mediante la *valoración de su situación de empleo e ingresos así como su situación patrimonial y financiera* mediante consulta a la Central de Información de Riesgos del Banco de España u otros ficheros de solvencia patrimonial a que se refiere el artículo 29 de la Ley de Protección de Datos de Carácter Personal. Se impone, igualmente, la valoración de la capacidad del cliente, y de sus garantes, de hacer frente al préstamo teniendo en cuenta también los activos en propiedad, ahorro, obligaciones derivadas de otros compromisos, la valoración de la incidencia de la posible modificación del coste en la capacidad para hacerle frente y la valoración prudente de las garantías. En el caso de créditos o préstamos a tipo de interés variable, y de otros en los que el valor de las cuotas pueda variar significativamente a lo largo de la vida de la operación, se deberá valorar cómo afectaría esta circunstancia a la capacidad del cliente de cumplir con las obligaciones derivadas del crédito o préstamo.

Asimismo, en el supuesto de que una entidad rechace la concesión de un crédito o préstamo por considerar insuficiente la solvencia del cliente basándose en la consulta a los ficheros de solvencia patrimonial, la entidad tiene la obligación de informar al cliente del resultado de dicha consulta. A estos efectos, las entidades deberán contar con procedimientos internos específicamente desarrollados para llevar a cabo la evaluación de solvencia del cliente. Estos procedimientos serán revisados periódicamente por las propias entidades, que mantendrán registros actualizados de dichas revisiones.

Circular 5/2012:

El ámbito objetivo de la Circular 5/2012 se dirige a dictar las normas precisas para el desarrollo y ejecución de las disposiciones de la Orden EHA/2899/2011. Por tanto, el ámbito de aplicación de las disposiciones de la Circular 5/2012 también se circunscribe a los servicios bancarios dirigidos o prestados en España por las *entidades de crédito a sus clientes, o clientes potenciales, personas físicas, que pueden ser consumidores o actuar en el ámbito de su actividad profesional o empresarial.* Sin embargo, cuando el cliente actúe en el ámbito de su actividad profesional o empresarial, las partes podrán acordar que no se aplique total o parcialmente lo previsto en la Circular 5/2012, salvo en lo que se refiere al cálculo de la tasa anual equivalente (TAE), a los tipos de interés oficiales y a los índices o tipos de referencia aplicables para el cálculo

Revista DBB 130.indb 60 26/09/13 10:38

del valor de mercado en la compensación por riesgo de tipo de interés en los préstamos hipotecarios.

Se incluye una norma dedicada a precisar el alcance del deber de diligencia que impone la Orden EHA/2899/2011a las entidades de crédito, especialmente en lo que se refiere a las explicaciones que deberán facilitar a los clientes en el caso de operaciones bancarias más complejas de lo normal o con riesgos particulares. En este sentido, se establece el deber de informar de manera adecuada a los clientes con carácter previo a la contratación de cualquier producto, con el fin de que éste pueda comprender las características de éste y de que sea capaz de adoptar una decisión informada y evaluar, de acuerdo con sus conocimientos y experiencia, la adecuación del producto ofrecido a sus intereses.

En el capítulo III de la Circular 5/2012 se desarrolla otra de las exigencias introducidas por la Orden EHA/2899/2011 (siguiendo los precedentes ya existentes en materia de crédito al consumo y de servicios de pago), que es la obligación de las entidades de crédito de facilitar al cliente, de forma gratuita, determinada información precontractual para que pueda adoptar una decisión informada sobre un servicio bancario y pueda comparar ofertas similares.

El capítulo V de la Circular 5/2012, y los principios generales contenidos en su anejo 6, tienen por objeto el desarrollo del concepto de «préstamo responsable», incorporado en el artículo 29 de la LES, y, posteriormente, en el artículo 18 de la Orden EHA/2899/2011. Este capítulo de la Circular 5/2012 profundiza en las iniciativas con las que los poderes públicos pretenden promover la concesión responsable de préstamos, tanto mediante el aumento en la información que se debe poner, activamente, a disposición de los potenciales prestatarios, como mediante la exigencia a los prestamistas de políticas y procedimientos que favorezcan la prudencia y la atención específica a las necesidades y posibilidades de los clientes.

Los contenidos y principios aludidos, que, como los del resto de la Circular 5/2012, son reglas cuyo cumplimiento será susceptible de verificación por parte del Banco de España en el marco del proceso de supervisión prudencial de las entidades de crédito, han tenido fuentes de inspiración muy diversas, que, no obstante, comparten el objetivo de promover la prudencia y la profesionalidad de las entidades en su actividad de concesión de préstamos, requiriéndoles unas políticas, unos procedimientos y unas prácticas concretas encaminadas a una mejor evaluación y toma en consideración de la solvencia del cliente. Los principios, en directa aplicación de las enseñanzas obtenidas de las experiencias recientes, tratan de minimizar los riesgos que dicha actividad puede entrañar para las propias entidades y el sistema financiero en su conjunto, por un lado, y para la clientela, por otro.

En este sentido, la norma duodécima[23] de la Circular 5/2012 establece que las entidades, cuando ofrezcan y concedan préstamos o créditos a la clientela y, en su caso, presten servicios accesorios a éstos, deberán actuar honesta, imparcial y profesional-

(23) Lo recogido en la norma duodécima y en el anejo 6 de la Circular 5/2012 ha comenzado a aplicarse a partir del 1 de enero de 2013.

Revista DBB 130.indb 61 26/09/13 10:38

mente, atendiendo a la situación personal y financiera y a las preferencias y objetivos de sus clientes, debiendo resaltar toda condición o característica de los contratos que no responda a dicho objetivo. Asimismo, las entidades de crédito deberán contar, de un modo adecuado a su volumen de operaciones, características y complejidad de éstas, con concretas políticas, métodos y procedimientos de estudio y concesión de préstamos o créditos a dicha clientela (incluyendo una política de oferta y comercialización de operaciones que comprenda criterios de remuneración de las personas encargadas de su comercialización), adecuadamente documentados y justificados, aprobados por el Consejo de Administración de la entidad u órgano equivalente, que, en el marco de los extremos contemplados en el artículo 18 de la Orden EHA/2899/2011, integren los principios generales que se mencionan en el anejo 6 de la Circular 5/2012.

Por su parte, el anejo 6 de la Circular incide en el *principio de proporcionalidad* que se debe aplicar en las políticas, métodos y procedimientos de estudio y concesión de créditos o préstamos a la clientela, con especial atención a las características de la operación, su importe, complejidad, relevancia para el cliente y el grado de conocimiento de éste sobre la operación. Los principios generales que deben adoptar las entidades de crédito en la concesión de préstamos y que están recogidos en el anejo 6 de la Circular 5/2012 se pueden resumir en los siguientes:

(i) Unos criterios de concesión de operaciones, así como de cuantía máxima de éstas, que estén vinculados con la capacidad del prestatario para cumplir, en tiempo y forma, con las obligaciones financieras asumidas.

(ii) Unos métodos de fijación de planes de pago realistas respecto de la financiación concedida, con vencimientos usualmente periódicos y relacionados con las fuentes primarias de generación de ingresos del prestatario.

(iii) Una política de concesión de préstamos que establezca, cuando se disponga de garantías reales, una prudente relación entre el importe del préstamo o crédito, y sus potenciales ampliaciones, y el valor de la garantía, sin tener en cuenta, especialmente en el caso de inmuebles, potenciales revalorizaciones de ésta.

(iv) Una política de oferta y comercialización de operaciones que tome en consideración la situación personal y financiera, así como las necesidades e intereses de los clientes, evitando técnicas de venta que ocasionen que éstos puedan llegar a suscribir préstamos o créditos que no se adapten a sus deseos o necesidades y, por tanto, les resulten inútiles.

(v) Adecuados procedimientos de gestión y valoración de garantías, especialmente en caso de garantías inmobiliarias.

(vi) En el supuesto de concesión de préstamos o créditos en moneda extranjera, unos protocolos de información adecuada sobre los riesgos que éstos suponen para el cliente.

(vii) Una política responsable de inclusión de cláusulas de cobertura de riesgo de tipo de interés.

(viii) Unas reglas que definan las circunstancias y situaciones en las que la entidad permitiría, en su caso y excepcionalmente, operaciones de préstamo o crédito en condiciones fuera de los límites y condiciones generales aprobados.

Revista DBB 130.indb 62 26/09/13 10:38

(ix) Una política para informar al cliente de las posibles consecuencias sobre su patrimonio en caso de impago.

(x) Una política de renegociación de deudas aprobada por el máximo órgano de gobierno[24].

(xi) Una política de información al cliente sobre los costes vinculados a los servicios asociados al préstamo o crédito.

Los principios generales recogidos en el anejo 6 de la Circular 5/2012 habrán de ser aplicados por las entidades de crédito *y entendidos por sus clientes* de manera responsable, de modo que incumbe a los clientes el facilitar a las entidades de crédito una información completa y veraz sobre su situación financiera y sobre sus deseos y necesidades en relación con la finalidad, importe y demás condiciones del préstamo o crédito, correspondiendo a las entidades de crédito el informar apropiadamente a sus clientes sobre las características de aquellos de sus productos que se adecuen a lo solicitado, de modo que les permita la necesaria reflexión, comparación y adopción de una decisión fundada, racional y prudente.

Por tanto, si se llegara a la conclusión de que el cliente no va a poder hacer frente a sus obligaciones a la vista de su situación financiera considerada en su conjunto, o que la operación no fuera adecuada para él, deberá abstenerse la entidad de crédito de celebrar el contrato con ese cliente concreto.

3.4. Responsabilidad por incumplimiento o cumplimiento defectuoso de la obligación de evaluar la solvencia del cliente

La consecuencia jurídica derivada de un incumplimiento o cumplimiento defectuoso de la obligación de evaluar la solvencia del cliente es de capital importancia, pues actualmente se discute si pueden ser resueltos los contratos cuando resultan no ser adecuados o convenientes para los clientes[25].

La normativa es clara en cuanto que el último párrafo del número 2 del artículo 29 de la LES, el artículo 18.6 de la Orden EHA/2899/2011 y el segundo párrafo del punto tercero de la norma duodécima de la Circular 5/2012, establecen que la evaluación de la solvencia se entenderá sin perjuicio de la libertad de contratación que, en sus aspectos sustantivos y con las limitaciones que pudieran emanar de otras disposiciones lega-

---

(24) Al menos en aquellas situaciones en las que la renegociación de las condiciones del contrato implique un incremento significativo del importe total o del plazo de devolución del préstamo o crédito, o en las que la depreciación de la garantía lo haga aconsejable, la entidad de crédito deberá reevaluar la solvencia del cliente, al igual que lo que establecía la LCC.

(25) Esta discusión se suscita a raíz de la oleada de demandas que se están presentando contra las entidades de crédito en el marco de la comercialización de participaciones preferentes y los contratos de *swap* celebrados para la cobertura de oscilación de tipos de interés en préstamos hipotecarios. En la actualidad podemos comprobar que muchas de estas demandas están prosperando en base a las alegaciones de error en el consentimiento por parte de los inversores en el caso de las participaciones preferentes.

Revista DBB 130.indb 63 26/09/13 10:38

les, deba presidir las relaciones entre las entidades de crédito y su clientela. Por tanto, de esta previsión se desprende que la obligación de evaluar la solvencia del cliente y la conveniencia de la operación para él no implica el traslado a las entidades de crédito de la responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones de los clientes ni la exención de responsabilidad de los clientes por el incumplimiento de las obligaciones que contractualmente hubieran asumido.

Creemos que el análisis debe realizarse desde el punto de vista de la finalidad de la norma. En este sentido, los artículos mencionados en el párrafo anterior confirman que las normas de crédito responsable no pretenden crear derechos individuales que sean parte integrante de los contratos y cuyo incumplimiento pueda ser alegado por parte del cliente para resolver el contrato en base al artículo 1124 del Código Civil, sino que son unos principios generales a los que se tienen que ajustar las entidades prestamistas a la hora de conceder préstamos, y cuyo cumplimiento está sujeto a verificación por parte del Banco de España en el caso de las entidades de crédito. Son normas prudenciales que pretenden evitar los conflictos de interés de las entidades en colocar sus productos financieros a los clientes «sin importar cómo» y reducir la asimetría de información que existe generalmente entre la entidad prestamista profesional y el cliente persona física.

Por tanto, incluso en los supuestos en los que la evaluación de la solvencia no se hubiera realizado o se hubiera realizado defectuosamente, la validez de los acuerdos contractuales permanecerá intacta, sin perjuicio de las sanciones que se puedan imponer por su inobservancia. Desde nuestro punto de vista, el legislador ha decidido incorporar esta provisión con el objetivo de garantizar la seguridad jurídica y evitar una excesiva litigiosidad que pudiera provocar que la financiación se viera limitada por temor a una posible resolución del contrato por parte del cliente cuando la evaluación de la solvencia no se hiciera correctamente[(26)].

Las normas de crédito responsable implican la obligación del prestamista de agotar su diligencia a la hora de conceder crédito. Por ello, otra cuestión distinta sería aquella en que la entidad prestamista decidiera seguir adelante con un contrato de crédito a sabiendas de que no es adecuado para el cliente y sin comunicárselo a éste. En este caso, entendemos que el cliente tendría sólidas bases para alegar error (o incluso dolo) en el consentimiento para resolver el contrato en base al artículo 1265 del Código Civil.

De acuerdo con reiterada doctrina del Tribunal Supremo, para que el error invalide el consentimiento se requieren dos elementos esenciales:

(i) Que el error afecte a elementos sustanciales del contrato, esto es, afecte de manera primordial y básica a la condición que motivó la celebración del negocio jurídico y la finalidad de éste; y

(26) Aunque una previsión similar no está contenida en la LCC, entendemos que es, asimismo, aplicable en la relación de crédito entre un prestamista que no es entidad de crédito y un consumidor, pues no sería lógico pensar que las entidades de crédito estuvieran más protegidas que las entidades no reguladas. Asimismo, en caso de que el legislador hubiera optado por un sistema de responsabilidad distinto, éste estaría previsto entre las consecuencias del artículo 21 LCC.

Revista DBB 130.indb 64 26/09/13 10:38

(ii) Que el error sea inexcusable, esto es, no imputable a la parte que lo padece o que hubiera podido ser evitado desplegando una diligencia media teniendo en cuenta la condición de las personas, pues, de acuerdo con los postulados de la buena fe, el requisito de la excusabilidad tiene por función básica impedir que el ordenamiento proteja a quien ha padecido el error cuando éste no merece esta protección por su conducta negligente (STS 12 de noviembre de 2004, entre otras)[(27)].

Por tanto, en base a estos argumentos, la resolución del contrato puede tener justificación en algún caso residual, pero no es generalizable a todos los contratos en los que la evaluación de la solvencia del cliente no se ha realizado o se ha realizado defectuosamente. En todo caso, habrá que demostrar que el prestamista ha actuado dolosamente o con negligencia grave.

3.5. Régimen sancionador

En ausencia de regulación específica sobre el régimen sancionador en la LES, la Orden EHA/2899/2011 o la Circular 5/2012, nos remitimos al artículo 34 LCC, en el que se establece el régimen sancionador aplicable en relación con las infracciones relativas al crédito al consumo.

En virtud de su apartado segundo, en el caso de entidades de crédito, se considerarán normas de ordenación y disciplina la obligación de evaluar la solvencia del consumidor, por lo que su incumplimiento, siempre que no tenga carácter ocasional o aislado, será sancionado como infracción grave de acuerdo con lo previsto en la Ley 26/1988. Sin perjuicio de la sanción que puede ser impuesta a quienes, ejerciendo cargos de administración, de hecho o de derecho, sean responsables de la infracción, la sanción aparejada a las infracciones graves prevista en la Ley 26/1988 consistirá en la imposición de una o más de las siguientes:

(i) Multa por importe de hasta el medio por ciento de sus recursos propios, o hasta 500.000 euros si aquel porcentaje fuera inferior a esta cifra.

(ii) Amonestación pública con publicación en el Boletín Oficial del Estado (BOE).

En caso de no ser entidades de crédito, el incumplimiento de la obligación de evaluar la solvencia del cliente será sancionado como infracción en materia de consumo, siendo de aplicación lo dispuesto en el régimen sancionador previsto en el Título IV del Libro primero del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre (la «**LGDCU**»). En este sentido, el incumplimiento de la obligación de evaluar la solvencia del consumidor, siempre que no tenga

(27) No olvidemos que las normas de crédito responsable implican que no sólo el prestamista debe actuar diligentemente, sino el cliente también.

Revista DBB 130.indb 65 26/09/13 10:38

carácter ocasional o aislado, se considerará infracción grave, pudiendo ser en su caso infracción muy grave atendiendo a los criterios previstos en el artículo 50 de la LGDCU[28]. Las infracciones en materia de defensa de los consumidores y usuarios serán sancionadas por las Administraciones Públicas competentes con multas de acuerdo con la siguiente graduación:

(i) Infracciones graves, entre 3.005,07 y 15.025,30 euros, pudiendo rebasar dicha cantidad hasta alcanzar el quíntuplo del valor de los bienes o servicios objeto de la infracción.

(ii) Infracciones muy graves, entre 15.025,31 y 601.012,10 euros, pudiendo rebasar dicha cantidad hasta alcanzar el quíntuplo del valor de los bienes o servicios objeto de infracción.

Este régimen sancionador se entenderá sin perjuicio de la aplicación de cualquier otra norma sancionadora que pudiera resultar aplicable en atención a la naturaleza de la infracción (como, por ejemplo, infracciones en el ámbito de protección de datos de carácter personal).

4. LA EVALUACIÓN DE LA SOLVENCIA DEL CLIENTE EN EL DERECHO COMPARADO

La gran mayoría de países desarrollados han adoptado medidas tendentes a la protección de consumidores y usuarios en el ámbito contractual, especialmente en lo que a la inclusión de cláusulas abusivas se refiere. Además, algunos de ellos han abordado y regulado el concepto de «préstamo responsable» con el fin de fomentar un mercado crediticio más eficiente, transparente, justo y, en la medida de lo posible, responsable con el sobreendeudamiento, especialmente en relación con los consumidores.

Realizaremos un breve análisis comparado centrándonos en la obligación de evaluar la solvencia del cliente, comenzando por los Estados miembros de la Unión Europea para, posteriormente, analizar el marco regulatorio en países extracomunitarios.

4.1. Estados miembros de la UE

En el marco de la UE se han aprobado diversas Directivas tendentes a la protección de los clientes de servicios bancarios. Sin embargo, es la Directiva 2008/48/CE, en su artículo octavo, la que realmente introdujo el concepto de «préstamo responsable», imponiendo a los prestamistas la obligación de evaluar la solvencia del cliente en la concesión de crédito al consumo. Es por ello por lo que debemos analizar en qué

(28) Se atenderá a los criterios de riesgo para la salud, posición en el mercado del infractor, cuantía del beneficio obtenido, grado de intencionalidad, gravedad de la alteración social producida, generalización de la infracción y reincidencia.

Revista DBB 130.indb 66 26/09/13 10:38

sentido se ha transpuesto esta Directiva en los distintos Estados miembros. Para ello seguiremos el contenido del Informe sobre la Implementación de la Directiva de Crédito al Consumo del Parlamento Europeo publicado en enero de 2012, que examina la transposición de la Directiva 2008/48/CE en los distintos Estados miembros.

Todos los Estados miembros de la UE analizados en dicho informe[29] han transpuesto la obligación establecida en el artículo octavo de la Directiva 2008/48/CE relativo a la evaluación de la solvencia del consumidor. Dicho artículo establece lo siguiente:

> «1. Los Estados miembros velarán por que, antes de que se celebre el contrato de crédito, el prestamista evalúe la solvencia del consumidor, sobre la base de una información suficiente, facilitada en su caso por el consumidor y, cuando proceda, basándose en la consulta de la base de datos pertinente. Los Estados miembros cuya legislación exija que los prestamistas evalúen la solvencia del consumidor sobre la base de una consulta de la base de datos pertinente deben poder mantener esta obligación.
>
> 2. Los Estados miembros velarán por que, si las partes acuerdan modificar el importe total del crédito tras la celebración del contrato de crédito, el prestamista actualice la información financiera de que disponga sobre el consumidor y evalúe su solvencia antes de aumentar significativamente el importe total del crédito».

Pasamos a analizar algunas particularidades de la transposición de dicho artículo en diferentes Estados miembros:

(i) Algunos de los Estados miembros[30] han sido fieles a la formulación de la Directiva en lo referente a la consulta de las bases de datos. En este sentido, la consulta a las bases de datos deberá realizarse «cuando proceda». Otros Estados, como Portugal, han establecido que la consulta a las bases de datos sea de carácter obligatoria.

Al igual que España, Chipre y Letonia, entre otros, han establecido expresamente que la consulta de las bases de datos para la evaluación de la solvencia del consumidor estará condicionada por la normativa sobre protección de datos de carácter personal.

(ii) La evaluación de la solvencia deberá estar basada en todos los Estados miembros en la «información suficiente» recibida del consumidor o, cuando proceda, de la consulta de las bases de datos. Todos los Estados miembros han recogido el concepto de «información suficiente», cuyo contenido necesitará ser analizado caso por caso. En este sentido, el legislador francés ha determinado con detalle qué se entiende por «información suficiente»[31]. En Grecia, sin embargo, se

---

(29) Austria, Bulgaria, Chipre, República Checa, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Letonia, Polonia, Portugal, Rumania, España y Reino Unido.

(30) Chipre, República Checa, Francia, Italia, Letonia, Rumanía y el Reino Unido.

(31) En Francia existe un desarrollo jurisprudencial de la responsabilidad civil de la entidad financiera por concesión abusiva de crédito a empresas en dificultades, pudiendo ser condenada a indemnizar daños y perjuicios (es el concepto del *soutien abusif*).

Revista DBB 130.indb 67 26/09/13 10:38

han diferenciado tres etapas durante las cuales se recoge dicha «información suficiente» señalada: (i) la información proporcionada por el consumidor previa a la suscripción del contrato; (ii) la información que el prestamista ya posee del consumidor en virtud de operaciones anteriores; y (iii) la información obtenida de las bases de datos.

(iii) Algunos Estados han establecido «guías» que las entidades prestamistas deberán seguir para realizar la evaluación de la solvencia del consumidor. En Austria, por ejemplo, deberá tenerse en cuenta el historial crediticio del consumidor, la cuantía del préstamo ofrecido, la cuantía y frecuencia de los pagos periódicos y cualquier otra deuda pendiente del consumidor con terceros. En la República Checa, el prestamista deberá evaluar la capacidad del consumidor de cumplir sus obligaciones de pago en base a la información que posea en virtud de su «experiencia profesional». En el Reino Unido, por su parte, la evaluación de la capacidad de hacer frente a las obligaciones derivadas del préstamo deberá incluir un análisis de cómo la asunción de estas obligaciones puede afectar de manera negativa a la situación financiera del consumidor, teniendo en cuenta la información que la entidad prestamista posea al tiempo de la suscripción del contrato de crédito.

En Reino Unido, se han determinado, además, ciertas circunstancias que el prestamista deberá tener en consideración en base al principio de proporcionalidad para proceder a la evaluación de la solvencia. Estas circunstancias incluyen: (i) el tipo de crédito que se ofrece; (ii) su cuantía; (iii) la situación financiera del prestatario; (iv) el historial crediticio de éste; (v) sus obligaciones de pago presentes y futuras; (vi) el impacto de un potencial cambio de las circunstancias personales del cliente; y (vii) la vulnerabilidad del cliente al asumir obligaciones adicionales.

En el caso de Alemania, son los tribunales los que determinan cuándo se ha realizado una evaluación suficiente de la solvencia del consumidor.

(iv) Las consecuencias derivadas del incumplimiento de la obligación de evaluar la solvencia del consumidor varían en función del Estado considerado. En Grecia, por ejemplo, el incumplimiento deriva en una exención al consumidor de los costes de crédito, incluyendo los intereses, sólo estando obligado a restituir el nominal del crédito. En el caso del Reino Unido, como en España, los organismos reguladores podrán imponer sanciones disciplinarias. No obstante, en el Reino Unido el incumplimiento de la obligación de evaluar la solvencia del cliente no implica que la relación de crédito sea «injusta» o «predatoria», por lo que el consumidor deberá satisfacer las obligaciones derivadas del crédito, sin perjuicio de la posibilidad de que el consumidor acuda a los tribunales para que el juez decida si se ha producido un perjuicio en virtud del contrato de préstamo suscrito.

(v) Una nueva evaluación de la solvencia del consumidor se hace necesaria cuando, a juicio del prestamista, se produce un aumento significativo del importe del préstamo. Sin embargo, el legislador polaco ha decidido requerir al consumidor para que actualice su información financiera incluso cuando el aumento del importe del préstamo no sea significativo.

Revista DBB 130.indb 68 26/09/13 10:38

4.2. Estados extracomunitarios

La gran mayoría de Estados desarrollados han introducido en sus ordenamientos jurídicos normas de protección de consumidores, concretamente, en el ámbito de los contratos de crédito. Sin embargo, en términos generales, la obligación de evaluar la solvencia del cliente no ha sido impuesta por los legisladores extracomunitarios de forma expresa.

En Estados Unidos tanto el gobierno federal como los Estados han promulgado leyes cuyo objeto es evitar el denominado *predatory lending* o *abusive lending*. Con el objetivo de garantizar un mercado crediticio más eficiente y transparente, el gobierno federal adoptó la «Consumer Credit Protection Act» («**CCPA»**), cuyo objeto era permitir a los consumidores el uso informado del crédito. Se obligaba de esta manera a que el prestamista ofreciera al prestatario persona física toda aquella información sobre el contrato de préstamo que permitiera al consumidor comparar las distintas alternativas de crédito que le ofrece el mercado para así adoptar finalmente la decisión fundada más beneficiosa para él.

La CCPA introducía, además, la obligación para los prestamistas de entregar a los prestatarios unos modelos normalizados de información relativa a créditos hipotecarios que incluyeran la información necesaria a los efectos de la CCPA y de la Real Estate Settlement Procedures Act de 1974, con el objetivo de proporcionar al prestamista las condiciones de su crédito en un lenguaje sencillo de entender y que facilite la comprensión de los elementos técnicos del contrato. Por su parte, la «Federal Truth in Lending Act»[(32)] («**TILA»**) es una Ley federal que, además de regular la actividad publicitaria, obligaba a los prestamistas a facilitar a los prestatarios una información estandarizada con el objetivo de que los prestatarios pudieran comparar los términos y condiciones de los préstamos ofrecidos por los distintos prestamistas. En términos generales, el prestamista debe proporcionar con anterioridad a la suscripción del contrato, información clara y en soporte duradero relativa, entre otros, a:

(i) La identidad del prestamista;
(ii) El nominal del contrato;
(iii) TAE del contrato;
(iv) Los costes del préstamo;
(v) Los términos de amortización; y
(vi) Sus derechos como consumidor.

Debido a la enorme expansión de los préstamos predatorios en las décadas de los 70 y de los 80, especialmente en el caso de las hipotecas subprime, la Reserva Federal se vio obligada a promulgar el Home Ownership Equity Protection Act en 1994. Mediante esta norma se introdujeron más requisitos de información para las entidades de crédito para la protección de los consumidores, así como restricciones más severas

(32) Contenida en el Título I de la CCPA.

Revista DBB 130.indb 69 26/09/13 10:38

para las entidades prestamistas. Desde entonces, la tendencia a frenar los préstamos predatorios es creciente. Buena prueba de ello es la aparición de numerosas leyes a nivel estatal que buscan acabar con esta práctica abusiva. Ejemplos de estas leyes son el North Carolina Predatory Lending Act, de 2007, o el Georgia Fair Lending Act de 2002[33]. Por tanto, vemos que en Estados Unidos no se ha impuesto hasta la fecha la obligación de evaluar la solvencia del cliente.

En el caso de Canadá, todas las provincias han adoptado normas relativas a la protección de los consumidores contra la inclusión de cláusulas abusivas en los contratos. Por ejemplo, todas las provincias, excepto Quebec[34], han aprobado la llamada *Unconscionable Transactions Relief Act*, que permite a los tribunales declarar abusivo un contrato de crédito en el que sus costes derivados sean exorbitantes. Otras normas que protegen a los consumidores en sus transacciones pueden ser la *Consumer Protection Act 2002* de Ontario, la *Business Practices and Consumer Protection Act* de la Columbia Británica o la *Fair Trading Act* de Alberta.

En el caso de Australia, el gobierno federal adoptó una serie de leyes relativas a la protección de los consumidores entre las que destaca la *Trade Practices Amendment Law* o *Australian Consumer Law*, que creó un sistema de protección de los consumidores en relación con la imposición de cláusulas abusivas. Además, el capítulo tercero de la *National Consumer Credit Protection Act* («**NCCPA»**) establece que los proveedores de crédito deberán cumplir con ciertas obligaciones de crédito responsable. El objetivo de estas obligaciones de crédito responsable es asegurar que el contrato de crédito es conveniente para el consumidor, siendo no conveniente cuando: (i) el consumidor no pueda asumir las obligaciones de pago o éstas implicaran un impacto negativo sustancial para su situación financiera; y (ii) el contrato de crédito no es adecuado a los objetivos de crédito del consumidor. Además, el capítulo tercero de la NCCPA obliga a las entidades prestamistas a proporcionar cierta información a los consumidores a lo largo del transcurso de la vida del contrato de crédito considerado.

Las obligaciones que el capítulo tercero de la NCCPA establece se pueden resumir en las siguientes:

(i) Recoger la información relevante sobre el consumidor; y

(ii) Realizar una evaluación de la conveniencia del contrato de crédito para el consumidor;

La Guía Regulatoria 209 de la Comisión Australiana de Valores e Inversiones[35] ha establecido unas pautas que el prestamista deberá observar a la hora de evaluar la situación financiera del consumidor en la solicitud de crédito. Entre ellas destacan las siguientes:

---

(33) Organizaciones como el *Center for Responsible Lending*, la *National Association of Mortgage Brokers* o la *Mortgage Bankers Association* promueven la adopción de medidas contra la concesión de préstamos predatorios.

(34) Perteneciente al sistema del Civil Law.

(35) Australian Securities and Investments Commission.

Revista DBB 130.indb 70 26/09/13 10:38

(i) Sus ingresos;
(ii) Sus gastos fijos y variables;
(iii) Cualquier otra deuda pendiente con terceros;
(iv) Su historial crediticio;
(v) Su edad y cargas familiares; y
(vi) Sus activos en propiedad.

5. OTRAS CUESTIONES DE APLICACIÓN PRÁCTICA

5.1. Conflictos de privacidad y protección de datos

Según la normativa de aplicación, la entidad prestamista deberá recabar la «*información suficiente*» acerca de la solvencia del cliente con anterioridad a la celebración del contrato de préstamo y cuando se acuerde modificar significativamente el importe total del crédito tras la celebración del contrato. Esta información suficiente podrá ser recogida de dos formas, que son acumulables: (i) con la información que facilite el propio cliente y (ii) con la consulta de las bases de datos de solvencia patrimonial y crédito a que se refiere el artículo 29 de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal (en adelante, «**LOPD**») y los artículos 37 y siguientes del Real Decreto 1720/2007, de 21 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la LOPD (el «**Reglamento**»).

Para analizar el cumplimiento de esta obligación habrá que determinar qué se entiende por información suficiente. En este sentido, entendemos que el análisis de la solvencia podría no basarse sólo en las declaraciones del cliente (que podrían ser inexactas o falsas), sino que podría ser necesario exigir al cliente información documental adicional que probara su solvencia. Una fórmula para complementar la información proporcionada por el cliente sobre su solvencia es la consulta de los ficheros de solvencia patrimonial. Aunque comprobamos que la consulta de los ficheros de solvencia patrimonial no es, en ningún caso, obligatoria para el prestamista, es lógico pensar que la mejor forma de acreditar que se ha procedido al análisis de la solvencia del cliente es a través de su consulta. En definitiva, en ocasiones la información facilitada por el cliente no es «suficiente» y se hace necesaria la consulta de una base de datos de solvencia patrimonial para dar cumplimiento a la obligación de diligencia impuesta. Además, si se acredita que se han consultado estas bases de datos, la entidad prestamista se encontrará en una mejor posición para demostrar que se ha cumplido con la obligación de evaluar la solvencia.

En el caso de la consulta de los ficheros de solvencia patrimonial y de crédito, la protección de los intereses económicos del cliente debe también conjugarse con el derecho fundamental a la protección de datos personales. En nuestro ordenamiento jurídico el tratamiento de los datos personales de solvencia patrimonial y crédito se encuentra regulado en la LOPD y en el Reglamento, que definen como dato de carácter personal «cualesquier información concerniente a personas físicas identificadas o identificables» [artículo 3 (a) LOPD]. Por tanto, la información relativa al cumplimien-

Revista DBB 130.indb 71 26/09/13 10:38

to o incumplimiento de obligaciones dinerarias facilitados por el acreedor o por quien actúe por su cuenta o interés tendrá la consideración de dato de carácter personal, y como tal, deberá ser recogida, tratada y cedida de conformidad con lo dispuesto en la LOPD y el Reglamento.

En este sentido, nuestro ordenamiento jurídico impone ciertas limitaciones en cuanto al tratamiento de esta tipología de dato de carácter personal, pues, como se reconoce en la Exposición de Motivos del Reglamento, los ficheros en los que se almacenan estos datos personales requieren la aplicación de criterios específicos, pues su peculiaridad en este caso consiste en que se trata de datos desfavorables del interesado(36).

El artículo 29 de la LOPD establece que quienes se dediquen a la prestación de servicios de información sobre la solvencia patrimonial y crediticia, sólo podrán tratar (i) datos de carácter personal procedentes de los registros y fuentes accesibles al público establecidos para tal uso, o, (ii) aquellos datos obtenidos de informaciones facilitadas por el interesado o con su consentimiento. De esta manera, queda establecido en el artículo 38.1 del Reglamento que sólo se podrá acceder y disponer de datos relativos a la solvencia del cliente, para proceder a su análisis, en los casos en los que se cumplan los siguientes requisitos:

(i) La existencia previa de una deuda cierta, vencida y exigible.

(ii) El impago de ésta.

(iii) La no reclamación de la deuda por vía judicial, arbitral o administrativa.

(iv) Que no hayan transcurrido seis años desde la fecha en que estaba fijado el pago de la deuda o el vencimiento de la obligación o del plazo concreto si se tratara de una obligación periódica.

(v) La realización de un requerimiento previo de pago a quien corresponda el cumplimiento de la obligación.

En todo el proceso de tratamiento de los datos de carácter personal sobre solvencia patrimonial y crédito, el deudor debe estar siempre oportunamente informado. A este respecto, el acreedor deberá informar al deudor de que, en caso de impago de la deuda, sus datos podrán ser comunicados a ficheros relativos al cumplimiento o incumplimiento de obligaciones dinerarias, y, a su vez, los responsables de estos ficheros comunes, cuando se hayan registrado los datos personales del deudor, deberán informar a éste, en los 30 días siguientes a su registro, de la inclusión de los mencionados datos en el fichero.

Con el fin de dar cumplimiento al principio de calidad de los datos personales contemplado en el artículo 4 de la LOPD, en el caso de datos personales en los que, al menos de manera indiciaria, se contravenga alguno de los mencionados requisitos del artículo 38.1 del Reglamento, dichos datos no podrán incluirse en los ficheros de sol-

(36) Los ficheros de solvencia patrimonial son tratados de forma independiente al resto, dedicándoles el Real Decreto 1720/2007 el Capítulo I de su Título IV.

Revista DBB 130.indb 72 26/09/13 10:38

vencia patrimonial y de crédito y, en el supuesto de que ya hayan sido incluidos en los ficheros, deberá procederse a su cancelación cautelar.

En cuanto al carácter de los datos que puedan introducirse en los correspondientes ficheros, hay que recordar que deberán reflejar de manera veraz y exacta la situación real de la deuda, de manera que en el momento en que ésta se pague, habrá que proceder a la cancelación inmediata de toda la información relacionada.

Seguidamente nos detendremos a analizar el artículo 42 del Reglamento, en el cual queda establecido el régimen de consulta de los datos contenidos en los ficheros de solvencia patrimonial y de crédito[37]. De manera general, únicamente podrán consultar estos datos aquellos terceros (las entidades prestamistas en nuestro caso) que necesiten evaluar la solvencia económica del afectado. Así, entrarían dentro de esta regla general los supuestos en los que:

(i) El afectado mantenga algún tipo de vínculo contractual no vencido con el tercero.

(ii) El afectado esté interesado en celebrar con el tercero un contrato que suponga el pago aplazado del precio.

(iii) El afectado pretenda contratar con el tercero la prestación de un servicio de facturación periódica.

La obligación de la evaluación de la solvencia del cliente en el marco de la concesión de créditos o préstamos encaja en el supuesto (ii) anterior, por lo que las entidades prestamistas podrán consultar estos datos de carácter personal de los clientes. Asimismo, la consulta de las bases de datos cuando se pretende modificar significativamente el importe del crédito se puede enmarcar en el supuesto (i) anterior, pues se trata de un supuesto en el que el afectado mantiene con el tercero un vínculo contractual aún no vencido.

Sin perjuicio de la obligación de informar por escrito a las personas en las que concurran los supuestos contemplados en supuestos (ii) y (iii) de su derecho a consultar el fichero (artículo 42.2 del Reglamento), de acuerdo a lo establecido en la Directiva 2008/48/CE y en la LCC en relación con el crédito al consumo, cuando la decisión de denegar una solicitud de crédito se fundamente en la consulta de una base de datos, el prestamista debe informar de ello al consumidor, así como de los pormenores de la base de datos consultada.

Por último, pasamos a realizar un breve análisis de los principales ficheros de solvencia patrimonial y de crédito que existen en España y su régimen de acceso para cumplir con la obligación de evaluar la solvencia del cliente:

(i) Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE):

---

(37) La Directiva 2008/48/CE regula de manera específica en su artículo 9 el acceso a las bases de datos. Al respecto se establece que cada Estado miembro deberá garantizar que los prestamistas de los demás Estados miembros tengan acceso a las beses de datos que se utilizan en su territorio, para poder evaluar la solvencia de un consumidor que solicita un crédito al consumo en un país distinto al suyo, prohibiéndose que las condiciones de acceso a las bases de datos de los otros países sean discriminatorias.

Revista DBB 130.indb 73 26/09/13 10:38

La CIRBE es un servicio público que gestiona una base de datos en la que constan, prácticamente, todos los préstamos, créditos, avales y riesgos en general que las entidades financieras tienen con sus clientes a partir de 6.000 euros. Esta base de datos es la más completa y fiable que existe en estos momentos en España, puesto que las entidades declarantes (que, básicamente, son las entidades de crédito[38]), están obligadas a proporcionar a la CIRBE los datos necesarios para identificar a las personas con quienes se mantengan, directa o indirectamente, riesgos de crédito, así como las características de dichas personas y riesgos, incluyendo, en particular, las que afecten al importe y la recuperabilidad de éstos. Entre estos datos se incluirán aquellos que reflejen una situación de incumplimiento, por la contraparte, de sus obligaciones frente a la entidad declarante.

Sólo podrán obtener la información contenida en la base de datos las entidades declarantes, sin perjuicio de que cualquier persona física o jurídica pueda acceder de forma gratuita a toda la información que esté a su nombre en la CIRBE. Por tanto, otros prestamistas que no tengan la consideración de entidades de crédito no podrán acceder a la información contenida en la base de datos de la CIRBE para proceder a la evaluación de la solvencia del cliente.

(ii) Otros ficheros de solvencia patrimonial no oficiales:

— ASNEF es una base de datos de morosos que se nutre de la información aportada por sus propios socios, integrados, básicamente, por entidades financieras, entidades de telecomunicaciones, operadoras de servicios, editoriales y aseguradoras. El acceso a ASNEF proporciona una imagen de la situación del individuo ante su comportamiento de pago, permitiendo a los socios de EQUIFAX tener una herramienta para decidir sobre la concesión o no de un crédito, una línea telefónica, o cualquier producto financiero.

— RAI es el Registro de Aceptaciones Impagadas que gestiona el centro de cooperación interbancaria. Participan en él entidades de crédito, pero sólo recoge información acerca de deudas impagadas de personas jurídicas.

— EXPERIAN-BADEXCUG es un fichero común sectorial relativo al incumplimiento de obligaciones dinerarias, tanto de personas físicas como jurídicas. Exclusivamente podrán participar en este fichero entidades que sean entidades de crédito que estén obligadas a declarar a la CIRBE y operadoras de telecomunicaciones que figuren en el Registro de Operadores dependiente de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT).

En cualquiera de los ficheros comentados estará restringido su acceso a las entidades participantes, que serán, generalmente, entidades de crédito y grandes empresas

(38) En virtud de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, tendrán la consideración de entidades declarantes a la CIRBE las siguientes: el Banco de España, las entidades de crédito españolas, las sucursales en España de las entidades de crédito extranjeras, los fondos de garantía de depósitos, las sociedades de garantía recíproca y de reafianzamiento, aquellas otras entidades que determine el Ministerio de Economía a propuesta del Banco de España.

Revista DBB 130.indb 74 26/09/13 10:38

de servicios. Por tanto, cuando el prestamista es un particular o una pequeña o mediana empresa, se nos plantean los siguientes interrogantes: ¿Cómo podrá acreditar la evaluación de la solvencia cuando el cliente no proporciona «información suficiente»?, ¿Constituirá un incumplimiento de la obligación de evaluar la solvencia la imposibilidad de acceder a la información de las bases de datos cuando no se ha obtenido del cliente dicha «información suficiente»?

La intención del legislador al imponer estas obligaciones de diligencia era proteger tanto al cliente como a las propias entidades prestamistas. Sin embargo, el régimen de acceso a las bases de datos demuestra que se está dando un trato de favor a ciertas entidades, pues, en tanto en cuanto sean entidades participantes de los ficheros correspondientes, tendrán acceso a la información que en ellos se contiene, mientras que otros prestamistas no podrán llegar a esa información. Esto, sin duda, podrá llevar a estas entidades a celebrar contratos con personas que no son solventes.

5.2. La delegación a terceros del análisis de la solvencia

Ni la LES, ni la LCC, ni la Orden EHA/2899/2011, ni la Circular 5/2012 establecen provisión alguna respecto a la posibilidad de delegación de la obligación de evaluar la solvencia del cliente. A falta de prohibición expresa, podemos razonar de manera analógica que tal delegación estaría permitida *mutatis mutandi* lo dispuesto en el artículo 8 de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo (la «**Ley 10/2010**») relativo a la aplicación por terceros de las medidas de diligencia debida, pues la obligación de evaluar la solvencia del cliente con anterioridad a la suscripción del contrato de crédito es una obligación de diligencia que impone la normativa al prestamista.

Según el artículo mencionado, los sujetos obligados podrán recurrir a terceros *sometidos a la Ley 10/2010* para la aplicación de las medidas de diligencia debida, con excepción del seguimiento continuo de la relación de negocios. No obstante, los sujetos obligados mantendrán la plena responsabilidad respecto de la operación de negocios u operación, aun cuando el incumplimiento sea imputable al tercero, sin perjuicio, en su caso, de la responsabilidad de éste. El recurso a terceros para la aplicación de las medidas de diligencia debida exigirá la previa conclusión de un acuerdo por escrito entre el sujeto obligado y el tercero, en el que se formalicen las respectivas obligaciones. Los terceros pondrán a inmediata disposición del sujeto obligado la información obtenida en aplicación de las medidas de diligencia debida y remitirán, a instancias de éste, copia de la documentación pertinente.

Por tanto, desde nuestro punto de vista, la obligación de evaluar la solvencia del cliente es, ante todo, una obligación de diligencia que se impone al prestamista con anterioridad a la concesión del préstamo que podrá delegarse a un tercero mediante acuerdo por escrito. Sin embargo, la responsabilidad para la entidad prestamista es indelegable, de manera que ante cualquier consecuencia que deviniera de una evaluación incorrecta de la solvencia del cliente, la entidad prestamista se hace responsable. Esto no excluye, lógicamente, la posibilidad de repetición, en su caso, por parte de la enti-

Revista DBB 130.indb 75 26/09/13 10:38

dad a quien corresponde la evaluación de la solvencia del cliente como consecuencia del eventual incumplimiento contractual.

En cualquier caso, el prestamista deberá poder acreditar que se ha realizado la evaluación de la solvencia del cliente, ya sea directamente, o a través de un tercero, pues entendemos que lo importante de la evaluación de la solvencia es que realmente se lleve a cabo, independientemente de quién la realice.

Por otro lado, el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión y de las demás Entidades que prestan Servicios de Inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre[39] (el «**Real Decreto 217/2008**») establece ciertas condiciones para la delegación de actividades. Así, el artículo 37.2 del Real Decreto 217/2008 establece que las empresas de servicios de inversión deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar que el tercero delegatario:

(i) Dispone de la competencia, capacidad y de cualquier autorización que, en su caso, exija la Ley para realizar las funciones o servicios delegados de forma fiable y profesional;

(ii) Realiza eficazmente los servicios delegados;

(iii) Supervisa correctamente la realización de las funciones delegadas y gestiona adecuadamente los riesgos asociados a la delegación;

(iv) Comunica a la empresa de servicios de inversión cualquier suceso que pueda afectar de manera significativa al desempeño de las funciones; y

(v) Protege toda la información confidencial referida a la empresa de servicios de inversión y a sus clientes.

Por tanto, en aplicación analógica de los preceptos comentados, entendemos que el prestatario podrá delegar la obligación de diligencia de evaluar la solvencia del cliente siempre y cuando el tercero delegatario cumpla con los requisitos mencionados anteriormente y la responsabilidad final por la evaluación de la solvencia resida en el prestamista.

Sin embargo, se plantea el problema de que el tercero no pueda acceder a los ficheros de solvencia patrimonial para evaluar la solvencia del cliente, pues, como comentábamos en el apartado 5.1 anterior, sólo podrán acceder a los ficheros de solvencia patrimonial aquellas personas o entidades con las que el afectado (i) mantenga algún tipo de vínculo contractual no vencido, (ii) esté interesado en celebrar un contrato que suponga el pago aplazado del precio y (iii) pretenda contratar la prestación de un servicio de facturación periódica. En ninguno de estos tres escenarios encajaría

(39) El antiguo Reglamento de la Ley 35/2003 quedó finalmente derogado en virtud del Real Decreto 1082/2012, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Revista DBB 130.indb 76 26/09/13 10:38

la relación entre el tercero delegatario y el cliente, por lo que nos lleva a asumir que el primero no podrá acceder a las bases de datos a las que se refiere el artículo 29 de la LOPD, lo que podría suponer el cumplimiento de la obligación de evaluar la solvencia del cliente cuando éste no ha facilitado la información suficiente.

6. REFLEXIONES FINALES

El «préstamo responsable» es una nueva figura introducida en nuestro ordenamiento jurídico a raíz de la LES y que se está introduciendo también en el derecho comparado, especialmente tras la aprobación de la Directiva 2008/48/CE. Este concepto jurídico indeterminado consiste en el seguimiento de una serie de principios cuyo máximo exponente es la evaluación de la solvencia del cliente previa a la suscripción del contrato. La evaluación de la solvencia tiene como objetivo la valoración del riesgo de impago a efectos de la posible concesión de un préstamo y cuyo desarrollo no debe, en opinión del legislador, suponer una barrera de acceso al crédito a la población, sino un estímulo legal al comportamiento más sano y prudente de entidades y clientes, mediante la creación de un mercado crediticio más transparente y competitivo, en beneficio de todos.

Para el caso de prestamistas que no sean entidades de crédito, la normativa de crédito responsable está contenida en la LCC, cuyo artículo 14 establece la obligación de que las entidades prestamistas evalúen la solvencia del cliente. En el caso de entidades de crédito, se establecen unas obligaciones de diligencia reforzadas. La LES, la Orden EHA/2899/2011 y la Circular 5/2012 establecen, asimismo, la obligación de evaluar la solvencia del cliente, incidiendo en el principio de proporcionalidad que se debe aplicar en las políticas, métodos y procedimientos de estudio y concesión de créditos o préstamos a la clientela, con especial atención a las características de la operación, su importe, su complejidad, relevancia para el cliente y el grado de conocimiento del cliente sobre la operación.

En cualquier caso, si la entidad prestamista llegara a la conclusión de que el cliente no va a poder hacer frente a sus obligaciones, a la vista de su situación financiera considerada en su conjunto, o que la operación no fuera adecuada para él, deberá abstenerse de celebrar el contrato con ese cliente concreto. Sin embargo, sin perjuicio de la obligación de evaluar la solvencia del cliente, rige el principio de libertad de contratación en las relaciones entre las entidades prestamistas y su clientela. Esta previsión implica que la evaluación de la solvencia del cliente y la conveniencia de la operación para él no implicarán el traslado a las entidades de la responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones de los clientes ni la exención de responsabilidad de los clientes por el incumplimiento de las obligaciones que contractualmente hubieran asumido. No obstante, creemos apropiado abrir la puerta a una posible resolución judicial del contrato en el caso de que la entidad prestamista dolosamente hubiera ocultado información esencial para la celebración del contrato de crédito.

Por último, a falta de prohibición expresa, entendemos que la delegación a terceros de la obligación de evaluar la solvencia de los clientes está permitida (i) ya que

Revista DBB 130.indb 77 26/09/13 10:38

no se trata de una tarea indelegable; (ii) siempre que la entidad delegataria cumpla con ciertos requisitos; y (iii) que la responsabilidad final por su realización recaiga siempre en el prestamista.

Por tanto, nos encontramos ante un cúmulo de normas, no siempre coordinadas entre sí, que hacen compleja la concesión de créditos o préstamos a personas físicas, pero que, sin embargo, garantizan una mayor transparencia en la contratación financiera.

Revista DBB 130.indb 78 26/09/13 10:38

LA DEFENSA DEL DEUDOR HIPOTECARIO EN LA VENTA EXTRAJUDICIAL

VICENTE PÉREZ DAUDÍ

Profesor Titular de Derecho Procesal.
Universitat de Barcelona

RESUMEN

En la venta extrajudicial del bien hipotecado la intervención del deudor hipotecario es mínima. Tras las recientes Sentencias de tribunales nacionales y europeos sobre el proceso judicial de ejecución hipotecario me planteo la influencia que pueden tener la defensa del deudor en el procedimiento de venta extrajudicial Para ello analizo la regulación legal y su evolución histórica, la constitucionalidad del mismo y su naturaleza jurídica. A continuación analizo las posibilidades procesales que tiene el deudor hipotecario dependiendo del momento en que se halle la venta extrajudicial. Para ello distingo antes de que se venda extrajudicialmente el bien, después que se realice y en el momento en el que el adquirente solicite la entrega de la posesión por la vía judicial.

Palabras clave: *Crédito hipotecario, venta extrajudicial, proceso declarativo, posesión judicial, medidas cautelares.*

ABSTRACT

In the private sale of the mortgaged property mortgagor intervention is minimal. The recent statements of national and European courts about foreclosure have made me consider the influence that these statements can have in the private sale procedure, specifically how they affect the debtor's right of defense. With this aim, this paper analyzes private sale's legal regulation and its historical evolution, its constitutionality and its nature. Then I examine the different procedural options that the mortgager has depending on the time in which the private sale takes place. Three moments are considered: before the property is sold, after the private sale and, finally, once the purchaser requests the disposition of the property to the courts.

Keywords: *mortgage, private sale, civil procedure, legal possession, provisional remedies.*

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.
2. LA REGULACIÓN LEGAL.
   - **2.1. Situación actual.**
   - **2.2. La regulación originaria de la venta extrajudicial.**
   - **2.3. La reforma del Reglamento Hipotecario de 1992.**
   - **2.4. El Real Decreto-Ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos.**

Revista DBB 130.indb 79 26/09/13 10:38

2.5. La reforma del artículo 129 de la Ley Hipotecaria por la ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección de los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.

3. LA INTERPRETACIÓN JURISPRUDENCIAL DE LA CONSTITUCIONALIDAD DE LA VENTA EXTRAJUDICIAL.
4. LA NATURALEZA JURÍDICA DE LA VENTA EXTRAJUDICIAL.
5. LA INTERVENCIÓN DEL DEUDOR HIPOTECARIO EN LA VENTA EXTRAJUDICIAL.
6. LAS POSIBILIDADES PROCESALES.

6.1. Antes de la subasta.

A) La realización de alegaciones ante el notario actuante.
B) A través de un proceso judicial, efectos y posible solicitud de medidas cautelares.

a) El proceso judicial.
b) La adopción de medidas cautelares.

6.2. La previsión de reforma legislativa del artículo 129 de la Ley Hipotecaria.

6.3. Después de la subasta.

A) El proceso declarativo posterior.
B) En el procedimiento en el que el adquirente reclame la posesión del bien inmueble.

a) A través de un proceso declarativo.
b) El juicio de desahucio en precario.
c) El procedimiento sumario para la efectividad de los derechos reales inscritos.
d) A través de un procedimiento de posesión judicial.

C) La oposición a la imputación de pagos y la certificación de deuda pendiente.

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha planteado una controversia sobre la ejecución hipotecaria judicial debido a la limitación del derecho de defensa de los ejecutados en él. La doctrina y la jurisprudencia han planteado esta cuestión y se ha generado un debate social y jurídico sobre la necesidad de ampliar las causas de oposición en el juicio hipotecario judicial y el análisis de oficio del carácter abusivo de algunas cláusulas del crédito hipotecario por parte del Tribunal cuando el demandado es un consumidor o nos hallamos ante la vivienda habitual del deudor o del obligado hipotecario.

Revista DBB 130.indb 80 26/09/13 10:38

Sin embargo, el acreedor hipotecario también puede realizar el bien hipotecado a través del procedimiento de venta extrajudicial regulado en el artículo 132 de la Ley Hipotecaria cuando se haya pactado en la escritura de constitución del crédito hipotecario. En él no se permite ningún tipo de oposición por parte del deudor hipotecario ni el notario puede analizar de oficio el carácter abusivo de alguna cláusula que impida su prosecución. Además, muchos acreedores hipotecarios acuden a este procedimiento para eludir la problemática del proceso judicial hipotecario y el control judicial que se realizar por algunos Tribunales[(1)].

En este artículo realizo en primer lugar un sucinto análisis de la regulación legal y de su evolución jurisprudencial. A continuación desarrollo cómo puede ejercitar su derecho de defensa el deudor u obligado hipotecario a través de un procedimiento declarativo y la posible adopción de medidas cautelares que afecten al desarrollo de la venta extrajudicial. También desarrollaré las posibilidades que tiene el deudor hipotecario de oponer excepciones en el procedimiento a través del que el adquirente solicite la entrega de la posesión del bien enajenado cuando el deudor no lo realice voluntariamente.

A pesar de las opciones que indico quiero advertir que, en mi opinión, la regulación de la venta extrajudicial, que debe entenderse derogada por la disposición final primera de la Constitución Española, es inconstitucional por infringir el derecho a la tutela judicial efectiva. Las posibilidades procesales que desarrollo en este artículo no son un impedimento para que afirme que debe regularse de conformidad con la reciente jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea y de los Tribunales españoles y con las aportaciones doctrinales que se han realizado sobre esta materia, tal como expondré a continuación.

---

(1) Así, la Junta de Jueces de Valencia de 15 de noviembre de 2012 llegó al acuerdo de que el Tribunal podía analizar de oficio si los intereses moratorios de los créditos hipotecarios concertados con consumidores es o no abusivo, calificándolo como tal cuando exceda de cuatro veces el interés legal del dinero. Este acuerdo tiene su antecedente en el acuerdo de la Junta de Magistrados de las secciones civiles de la Audiencia Provincial de Girona de 30 de noviembre de 2005 y su aclaración por acuerdo de 14 de septiembre de 2009 que aplica analógicamente la previsión del artículo 20.4 de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, que prevé que los intereses moratorios por descubierto tácito no podrá superar un tipo de interés superior a 2,5 veces el interés legal del dinero. Sobre este tema se ha planteado la cuestión prejudicial por el Juzgado de Primera Instancia número 1 de Catarroja de 15 de noviembre de 2012, que está actualmente pendiente de resolución por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Sin embargo, en las conclusiones de la Abogada General presentado en la cuestión prejudicial C-415-11, afirma en su parágrafo 55 que «se plantean dudas sobre la aplicabilidad de la jurisprudencia del Banco Español de Crédito ya que, a diferencia de lo que ocurre en el proceso monitorio, en una situación como la del caso de autos, la escritura notarial constituye un título ejecutivo y ha de reconocerse el interés del acreedor en tramitar rápidamente la ejecución forzosa». La jurisprudencia a la que hace referencia es la Sentencia del TJUE de 14 de junio de 2012 que declaró que se podía analizar de oficio el carácter abusivo de los intereses en el juicio monitorio (sobre la misma ver ampliamente el comentario realizado por ALEMANY CASTELL y SANCHEZ GARCÍA, *El consumidor y los intereses, publicado en el derecho,* <http://www.elderecho.com/civil/consumidor-intereses_11_468055004.html, consultado el 15 de febrero de 2013>).

Revista DBB 130.indb 81 26/09/13 10:38

2. LA REGULACIÓN LEGAL

2.1. Situación actual

El artículo 129 de la Ley Hipotecaria fue modificado por la disposición final 9.ª, apartado 4 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. El tenor literal de este precepto es: «además, en la escritura de constitución de la hipoteca podrá pactarse la venta extrajudicial del bien hipotecado, conforme al artículo 1858 del Código Civil, para el caso de falta de cumplimiento de la obligación garantizada. La venta extrajudicial se realizará por medio de Notario, con las formalidades establecidas en el Reglamento Hipotecario».

Este artículo ha sido reformado por el artículo 3.3 de la ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. Tal como indica la exposición de motivos las modificaciones "se adoptan como consecuencia de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 14 de marzo de 2013, dictada en el asunto por el que se resuelve la cuestión prejudicial planteada por el Juzgado de lo Mercantil número 3 de Barcelona respecto a la interpretación de la directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993. En la redacción actual el legislador ha incorporado el régimen general de la venta extrajudicial en el artículo 129 de la Ley Hipotecaria, regulando el procedimiento y las posibilidades de intervención del deudor hipotecario, tal como expondré a continuación.

2.2. La regulación originaria de la venta extrajudicial

La venta extrajudicial se regulaba en el artículo 129 de la Ley Hipotecaria y en los artículos 234 y ss. del Reglamento Hipotecario[(2)]. Una de las características era que el inicio de un proceso declarativo en el que se formulara la oposición a la venta extrajudicial, la suspendería si se anotaba preventivamente antes de la subasta.

Concretamente el artículo 236 Reglamento Hipotecario, aprobado el 14 de febrero de 1947, preveía que:

> «Se suspenderá el procedimiento regulado en los dos artículos precedentes por las causas expresadas en el **artículo 132** de la Ley, en cuanto fueren aplicables, y además cuando con anterioridad a la subasta se anotare preventivamente la oposición al mismo formulada en juicio declarativo. A este efecto el Juez, al mismo tiempo que ordene la anotación de la demanda, notificará al Notario la resolución recaída.
>
> Si dicha anotación se hubiere practicado con anterioridad al trámite de la regla tercera del artículo anterior, el Registrador denegará la nota prevenida en la misma y no podrá seguirse el procedimiento».

(2) Ver ampliamente el análisis que realizan ROCA-SASTRE, ROCA-SASTRE MUNCUNILL y BERNÀ I XIRGO de los precedentes de la venta extrajudicial (en *Derecho Hipotecario*, tomo X, Ed. Bosch, Barcelona, 2009, pp. 468 y ss.).

Revista DBB 130.indb 82 26/09/13 10:38

La regla tercera del artículo 235 del Reglamento Hipotecario preveía que:

> «A solicitud del interesado, a la que se acompañará el requerimiento de pago, el Registrador expedirá certificación en que se contendrán los extremos señalados en la regla cuarta del **artículo 131** de la Ley, se expresará que se expide a los efectos de este procedimiento y se hará constar que queda extendida la nota que se establece a continuación.
>
> El Registrador hará constar, por nota al margen de la inscripción de hipoteca, que ha expedido esta certificación, expresando su fecha, la iniciación del procedimiento, Notario ante quien se sigue y la circunstancia de que no se entenderá dicho procedimiento con los que posteriormente inscriban o anoten cualquier derecho sobre la misma finca».

Con dicha regulación el deudor hipotecario debía oponerse a la venta extrajudicial a través de la interposición de un juicio declarativo ordinario. La anotación preventiva de éste implicaba la suspensión de la venta extrajudicial.

2.3. La reforma del Reglamento Hipotecario de 1992

En la práctica se denunció la estrategia procesal de formular oposición para suspender la venta extrajudicial. Por este motivo el legislador modificó el régimen de este sistema de realización del bien hipotecado a través del Real Decreto 290/1992, de 24 de marzo. En su exposición de motivos justificaba la reforma en la Ley del siguiente modo: «Nuestra legislación hipotecaria ya prevé un procedimiento extrajudicial de ejecución, pero en la práctica su articulación reglamentaria, incapaz de atajar determinadas conductas estratégicas, no ha funcionado adecuadamente. Por ello, ante la necesidad de agilizar las ejecuciones hipotecarias y de remover los obstáculos procedimentales que pudieran constreñir la expansión del crédito territorial, se ha considerado oportuno revisar la disciplina del denominado "procedimiento ejecutivo extrajudicial"».

Una de las modificaciones fundamentales fue la del artículo 236.o) del Reglamento Hipotecario que prevé que: «En cuanto a las demás reclamaciones que puedan formular el deudor, los terceros poseedores y los demás interesados se estará a lo dispuesto, en cuanto sea de aplicación, en los cinco últimos párrafos del artículo 132 de la Ley Hipotecaria».

El artículo 132 de la Ley Hipotecaria, en la redacción que tenía en el momento de la aprobación de la modificación del Reglamento regulaba las causas de suspensión del procedimiento judicial hipotecario. El apartado 5 y siguientes regulaba la oposición en el juicio declarativo posterior de la siguiente forma:

> «Todas las demás reclamaciones que puedan formular, así el deudor como los terceros poseedores y los demás interesados, incluso las que versen sobre nulidad del título o de las actuaciones o sobre vencimiento, certeza, extinción o cuantía de la deuda, se ventilarán en el juicio declarativo que corresponda, sin producir nunca el efecto de suspender ni entorpecer el procedimiento que establece la presente Ley».

Revista DBB 130.indb 83 26/09/13 10:38

A continuación preveía la posible adopción de la medida cautelar de retención de todo o parte de la cantidad que, por el procedimiento que establece la presente ley, deba entregarse al actor y las especialidades de esta medida cautelar. Este precepto fue modificado por la disposición final 9.7 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, regulando la calificación del registrador de las inscripciones y cancelaciones a que den lugar los procedimientos de ejecución directa sobre los bienes hipotecados.

La disposición final 9.7 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil modificó el artículo 129 de la Ley Hipotecaria. El Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, prevé en el artículo 12 que la «ejecución extrajudicial de bienes hipotecados… se someterá a lo previsto en los apartados siguientes en aquellos casos en que el procedimiento se siga contra la vivienda habitual del deudor».

2.4. El Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos

El Real Decreto-ley 6/2012 modifica en su artículo 12 la realización del bien inmueble cuando el procedimiento se siga contra la vivienda habitual del deudor. Antes de su aprobación se seguía el sistema de tres subastas, celebrándose la última sin sujeción a tipo [artículo 236.g).6 del Reglamento Hipotecario]. Con motivo de la aprobación del Real Decreto-Ley 8/2011, de 1 de julio, por el que modifica el artículo 671 de la Ley de Enjuiciamiento Civil incrementando los porcentajes mínimos de adjudicación al 60% del valor de tasación cuando se trate de la vivienda habitual.

Antes de esta reforma la Junta Directiva del Colegio de Notarios de Catalunya envió un comunicado el 26 de enero de 2012 por el que entendía que la reforma era aplicable afirmando que:

> «(…) se pone en cuestión si, tal y como determina el artículo 236.g).6 del Reglamento Hipotecario, en la tercera subasta se puede adjudicar el inmueble sin sujeción a límite alguno o si, por el contrario, se entiende aplicable el límite establecido en los artículos 670 y 671 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, que impiden la adjudicación por un valor inferior a un determinado porcentaje del valor de tasación de la finca.
>
> El criterio más prudente es entender que rige esta limitación de los artículos 670 y 671 de la LEC, y ello por las siguientes consideraciones:
>
> a) Las normas de realización de garantías tienen el carácter de normas de orden público, especialmente cuando tienen como objetivo la protección del deudor.
>
> b) La venta extrajudicial se regula en una norma de carácter reglamentario, el Reglamento Hipotecario, cuya fuerza legal deriva de la remisión que a él realiza el artículo 129 de la Ley Hipotecaria desde que en el año 2000 la Ley de Enjuiciamiento Civil en su disposición adicional novena lo determinó.
>
> c) Por lo tanto no es admisible que una norma reglamentaria [236.g).6 RH] contradiga lo establecido por una norma con rango de ley (670 y 671 LEC) que, además, es de orden público y de carácter general.

Revista DBB 130.indb 84 26/09/13 10:38

d) El Reglamento Hipotecario regula las "formalidades" de la venta extrajudicial mientras que la LEC contiene las normas sustantivas que garantizan los derechos de las partes, especialmente del deudor.

Esta interpretación está avalada por la reforma que el Real Decreto Ley 8/2011, de 1 de Julio, introdujo en la Ley de Enjuiciamiento Civil. Según la Exposición de motivos de esa norma "la protección económica, social y jurídica de la familia constituye, especialmente en un momento de dificultades serias como el actual, uno de los principios constitucionales rectores de la política social y económica". Añade dicha Exposición de motivos que "se modifica la Ley de Enjuiciamiento Civil para garantizar que en caso de producirse una ejecución hipotecaria por impago, los deudores recibirán una contraprestación adecuada por el inmueble, que les permita anular o reducir al máximo la deuda remanente. Para ello, se prevé que la adjudicación al acreedor en subasta de un inmueble hipotecado como consecuencia de una ejecución, se realizará por un precio nunca inferior al 60% del valor de tasación. Se establece, por tanto, un límite equilibrado, impidiéndose cualquier adjudicación al acreedor inferior al 60% del valor de tasación, independientemente de la cuantía de la deuda total, y ello con el fin de evitar el despojo del deudor"».

Al margen de estas consideraciones lo relevante a los efectos de este estudio es que la reforma legislativa implica que el legislador entiende que la regulación de la venta extrajudicial en la Ley Hipotecaria y en el Reglamento Hipotecario estaba plenamente vigente tras la reforma de la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil.

2.5. La reforma del artículo 129 de la Ley Hipotecaria por la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección de los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social

La reciente Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 14 de marzo de 2013, que resuelve la cuestión prejudicial C415/11, planteada por el Juzgado de lo Mercantil número 3 de Barcelona, no se pronuncia sobre la venta extrajudicial. La sentencia declara en el fallo que:

«1) La Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa de un Estado miembro, como la controvertida en el litigio principal, que, al mismo tiempo que no prevé, en el marco del procedimiento de ejecución hipotecaria, la posibilidad de formular motivos de oposición basados en el carácter abusivo de una cláusula contractual que constituye el fundamento del título ejecutivo, no permite que el juez que conozca del proceso declarativo, competente para apreciar el carácter abusivo de esa cláusula, adopte medidas cautelares, entre ellas, en particular, la suspensión del procedimiento de ejecución hipotecaria, cuando acordar tales medidas sea necesario para garantizar la plena eficacia de su decisión final».

Revista DBB 130.indb 85 26/09/13 10:38

La Sentencia no se pronuncia en ningún momento sobre la venta extrajudicial, pero a nivel legislativo el Grupo Parlamentario Popular ha presentado una serie de enmiendas a la proposición de ley de regulación de la dación en pago, de paralización de los desahucios y de alquiler social[3] para reformar la venta extrajudicial y permitir la oposición del deudor hipotecario cuando se esté realizando la vivienda habitual. La enmienda número 54, del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso, propone la modificación del apartado f) del artículo 129 de la Ley hipotecaria que pasaría a tener la siguiente redacción:

> «f) En todo caso, el Notario suspenderá la venta extrajudicial cuando cualquiera de las partes acredite haber planteado ante el Juez competente, conforme a lo establecido en el artículo 684 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, el carácter abusivo de alguna cláusula del contrato de préstamo hipotecario que constituya el fundamento de la venta forzosa o que hubiese determinado la cantidad exigible.
>
> La cuestión sobre dicho carácter abusivo se sustanciará por los trámites y con los efectos previstos en la Ley de Enjuiciamiento Civil para la causa de oposición prevista en el apartado 4 de artículo 695.1 de dicha Ley».

Finalmente esta reforma fue aprobada en el artículo 3.3 de la ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección de los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, que da nueva redacción al artículo 129 de la Ley Hipotecaria.

3. LA INTERPRETACIÓN JURISPRUDENCIAL DE LA CONSTITUCIONALIDAD DE LA VENTA EXTRAJUDICIAL

Antes de la entrada en vigor de la reforma del Reglamento hipotecario de 1992 el Tribunal Constitucional se pronunció sobre la venta extrajudicial en la sentencia 41/1981 y afirmaba en su fundamento de derecho 5 *in fine*:

> «La ausencia de cognición parece tan esencial a la ejecución hipotecaria, que se halla presente por imperativo legal en la ejecución extrajudicial ante Notario. A este procedimiento alude la Ley Hipotecaria en su artículo 129, al decir que en la escritura de constitución puede pactarse un procedimiento extrajudicial para hacer efectiva la hipoteca. Este procedimiento se inicia por requerimiento notarial de pago. Sigue la integración del título y la notificación del procedimiento a los titulares de derechos inscritos o anotados después. Transcurridos treinta días, se procede a la subasta. Nos hallamos, pues, ante una ejecución tan expeditiva como la judicial. Las causas de suspensión son, según artículo 236 del Reglamento Hipotecario (RCL 1947476, 642 y NDL 15458), las mismas que se prevén en el artículo 132 de la Ley Hipotecaria, con la diferencia, res-

(3) Enmiendas publicadas en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, serie B Proposiciones de Ley, de 2 de abril de 2013, número 102-4.

Revista DBB 130.indb 86 26/09/13 10:38

> pecto de la ejecución judicial, de que la suspensión procede también cuando antes de la subasta se anota preventivamente la oposición formulada en el juicio declarativo».

A continuación, en el fundamento de derecho sexto, afirma que:

> «El hecho de que el procedimiento de ejecución sumario se caracterice, consecuentemente con la naturaleza del título, por la ausencia de contradicción procesal, no significa que produzca indefensión y que, en consecuencia, resulte anticonstitucional por ser contrario al artículo 24 de la Constitución. Existen poderosos argumentos que apoyan la conclusión opuesta. El primero es de índole sistemática. La situación del deudor o del titular del dominio de la finca hipotecada no se puede enjuiciar sólo a partir de la regulación de la ejecución, sino que viene decidida por el conjunto de las relaciones procesales posibles. Lo expeditivo de la ejecución no elimina la posibilidad de contradicción que sigue abierta en el juicio ordinario. En rigor, la radical limitación de las excepciones no se refiere a la contradicción considerada en sí misma, sino a su efecto suspensivo sobre la realización del valor; hay una limitación de las excepciones que pueden producir el efecto suspensivo y nada más. La Ley Hipotecaria y los Estatutos del Banco Hipotecario de España dejan abiertas todas las posibilidades de contradicción y se limitan a establecer que sólo unas limitadas excepciones puedan producir suspensión. No se limitan, pues, las posibilidades de contradecir, sino las de suspender mediante el juego de las excepciones. Desde esta perspectiva, es claro que no puede haber violación del artículo 24 de la Constitución, porque el deudor y el titular del dominio de la finca no quedan indefensos, ni privados de Tutela».

Es cierto que el Tribunal Constitucional se pronunciaba sobre el procedimiento judicial sumario y no sobre la venta extrajudicial del artículo 129 de la Ley Hipotecaria, pero también es verdad que al realizar la comparación entre uno y otro destacaba que en la venta extrajudicial la anotación preventiva del declarativo en el que se formulara una oposición a ella suspendía la ejecución.

Uno de los aspectos que reformó el Real Decreto 290/1992, de 24 de marzo, fue eliminar la suspensión automática de la venta extrajudicial en el caso de que se adoptara la anotación preventiva del juicio declarativo en el que se formulara la oposición a ella. La reforma del Reglamento Hipotecario provocó que la jurisprudencia se pronunciara sobre su naturaleza jurídica y la no intervención preceptiva de abogado.

La sala 3ª del Tribunal Supremo dictó las sentencias de 16 de octubre de 1995 (RJ 1995\7064) y de 23 de octubre de 1995 (RJ 1995\8123). En la primera de ellas afirma que «en contra del parecer de la Corporación recurrente, que el citado artículo 117.3 de la vigente Constitución lo que consagra es la potestad exclusiva y excluyente de los Juzgados y Tribunales para ejecutar lo juzgado en los procesos de que aquéllos conozcan según las reglas de competencia y procedimiento que las leyes establezcan y, en consecuencia, el referido "monopolio de las actividades de ejecución" se circunscribe a lo juzgado por los propios órganos jurisdiccionales. Así pues, la regulación de un procedimiento de ejecución extrajudicial de hipotecas, permitido por el artículo 129, párrafo segundo, de la Ley Hipotecaria, no contraviene el precepto contenido en el

Revista DBB 130.indb 87 26/09/13 10:38

mentado artículo 117.3 de la Constitución ni lo dispuesto por el artículo 2.1 de la Ley Orgánica del Poder Judicial, ya que la existencia de tal procedimiento de ejecución extrajudicial no impide el ejercicio de la potestad jurisdiccional, atribuido exclusivamente a los Juzgados y Tribunales por los referidos artículos 117.3 de la Constitución y 2.1 de la Ley Orgánica del Poder Judicial».

La Sala 1ª del Tribunal Supremo también se pronunció sobre esta cuestión en la Sentencia número 402/1998, de 4 de mayo (RJ 1998\3464) y declaró la inconstitucionalidad sobrevenida del «procedimiento ejecutivo extrajudicial». Tal como afirma en el fundamento de derecho octavo «La confrontación de estos conceptos y criterios, con la posible legitimidad preconstitucional de un procedimiento de ejecución "extrajudicial", arroja un resultado francamente contrario a la vigencia del referido procedimiento, cuya naturaleza de ejecución, al margen, de la jurisdicción, no es objeto de debate doctrinal serio. Ni siquiera soslayando su carácter de inadmisible ejecución privada, como practicada con publicidad notarial, mediante el artilugio de considerarla una ejecución pública notarial, cabe que se acepte su legitimidad puesto que la función notarial (tan valiosa, de otra parte) no puede sustituir a la estrictamente jurisdiccional, como es la actividad de ejecución, aunque otra cosa pueda decirse de la "jurisdicción voluntaria" que no es en puridad actividad jurisdiccional, no obstante que, contingentemente, por razones variables y coyunturales de política legislativa, sea en gran parte, actividad judicial, compartida, en algunos aspectos, con los notarios y otros funcionarios públicos. Consecuentemente, el artículo 129 párrafo segundo de la Ley Hipotecaria debe considerarse derogado por la disposición transitoria tercera de la Constitución Española por oposición al artículo 117.3 de la misma».

La Sala Primera del Tribunal Supremo reiteró posteriormente esta doctrina en las Sentencias de 25 de mayo de 2009 (RJ 2009\3041), de 14 de julio de 2008 (RJ 2008\3364), de 10 de octubre de 2007 (RJ 2007\6846), de 13 de diciembre de 2005 (RJ 2005\10169), de 20 de abril de 1999 (RJ 1999\2589) y de 30 de enero de 1999 (1999\331). De todas formas debo advertir que la totalidad de ellas declaran la nulidad de la venta extrajudicial realizada antes de la entrada en vigor de la LEC, que como ya he indicado en su disposición final 9.7 dio nueva redacción al artículo 129 de la Ley Hipotecaria regulando de nuevo la venta extrajudicial.

La contradicción de las sentencias provocó que la sección sexta de la Audiencia Provincial de Valencia elevara al Tribunal Constitucional la cuestión de inconstitucionalidad 1919/1999, que fue resuelta por la Sentencia del Pleno del Tribunal Constitucional 224/2006, de 6 de julio. En ella inadmite la cuestión al considerar que «no se somete al conocimiento de este Tribunal una duda razonada sobre la posible inconstitucionalidad del párrafo segundo del artículo 129 LH, esto es, una explicación comprensible de las razones en virtud de las cuales el órgano promotor de la cuestión duda de la constitucionalidad del precepto legal, sino una mera exposición doctrinal y jurisprudencial a favor y en contra de dicha constitucionalidad, para que resolvamos por cuál hay que decantarse». A continuación añade que el planteamiento de la cuestión de inconstitucionalidad «requiere la efectiva existencia de dudas sobre la constitucionalidad del precepto; dudas que, como ha quedado dicho, deberán ser exteriorizadas por el órgano judicial, quedando debidamente reflejadas en el Auto de planteamiento de la cuestión». Al no realizarlo inadmite la cuestión.

Revista DBB 130.indb 88 26/09/13 10:38

Por otro lado, la Dirección General del Registro y del Notariado también se ha planteado la eficacia de la venta extrajudicial. Así en la Resolución de 24 de marzo de 2003 (RJ 2003\3957) afirmando que «debe tenerse en cuenta que, si bien se reconoce a los Jueces y Tribunales la facultad de declarar inaplicable una norma preconstitucional por considerarla derogada por la Constitución (cfr., por todas, las Sentencias del Tribunal Constitucional números 4, 9 y 11, de 2 de febrero [RTC 1981, 4], 31 de marzo y 8 de abril de 1981, respectivamente), lo cierto es que sólo las sentencias del Tribunal Constitucional que declaren la inconstitucionalidad de una Ley tienen —*erga omnes* y con carácter definitivo— la virtualidad de expulsar del ordenamiento jurídico dicha norma de modo que no pueda ser aplicada en lo sucesivo (cfr. artículo 164.1 de la Constitución). Además, tampoco puede olvidarse que las Sentencias de la Sala Tercera del Tribunal Supremo de 16 (RJ 1995, 7054) y 23 de octubre de 1995 admitieron la constitucionalidad y legalidad del procedimiento».

Del mismo modo, la Resolución de la Dirección General del Registro y del Notariado 1/2005, de 29 de diciembre (RJ 2006\744) declara inscribible una venta extrajudicial que el Registrador se había negado porque «se trata de una enajenación extrajudicial del bien inmueble hipotecado basada en un pacto inscrito cuya validez se presume mientras no recaiga la correspondiente declaración judicial en contrario (cfr. artículo 1 de la Ley Hipotecaria). Habida cuenta que sólo los órganos judiciales (en el caso concreto), y no el Registrador pueden declarar inaplicable una Ley preconstitucional por considerarla derogada por la Constitución, debe concluirse que la calificación registral ahora debatida excede del ámbito establecido en el artículo 18 de la Ley Hipotecaria».

Después de la entrada en vigor de la reforma del artículo 129 de la Ley Hipotecaria por la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil, se han planteado varios procesos instando la nulidad de la venta extrajudicial alegando los argumentos utilizados por el Tribunal Supremo para declarar la inconstitucionalidad sobrevenida de la venta extrajudicial en su redacción originaria. Sin embargo, los Tribunales no la han declarado y se han negado a plantear la cuestión de inconstitucionalidad ante el Tribunal Constitucional tal como solicitaba el actor. Así la Sentencia de la sección 14.ª de la AP de Málaga número 224/2012, de 30 de abril (AC 2012\985) se niega a plantearla porque «ante la carencia de solidez sustantiva en su postulado, las objeciones que la parte apelante opone respecto a la constitucionalidad del artículo 129 LH en su nueva redacción no gozan —según el criterio de este Tribunal— de la habilidad jurídico material necesaria para modificar la decisión —correcta, insistimos— que, sólo los extremos discutidos, ha sido adoptada en la Resolución recurrida. Por lo que aun cuando se ponga formalmente en consideración de esta Sala que se plantee cuestión de inconstitucionalidad, no consideramos que sea procedente tal planteamiento».

El recurrente también planteó la cuestión de inconstitucionalidad ante el Tribunal Supremo en el recurso de casación que fue resuelto por la Sentencia de la Sala de lo Civil, sección 1.ª, del Tribunal Supremo número 703/2008, de 14 de julio (RJ 2008\3364). En su texto no hay referencia alguna a la cuestión de inconstitucionalidad en torno a la redacción del artículo 129 LH dada por la LEC, porque el objeto del recurso era una venta extrajudicial realizada durante la vigencia de este precepto antes de su modificación. Sin embargo, GULLÓN BALLESTEROS, en su voto particular,

Revista DBB 130.indb 89 26/09/13 10:38

nos da noticia de la petición y lo rechaza también porque «esta resolución para nada se fundamente en el citado precepto».

Tras exponer la evolución legislativa quiero remarcar lo extraño que es que tras ser declarada la inconstitucionalidad sobrevenida de la anterior regulación, que es cierto que sólo era eficaz en el proceso concreto en el que se declaró, la aprobación de la LEC parece que ha dotado de validez constitucional a esta institución. En mi opinión, la esencia para resolver esta cuestión es la naturaleza jurídica y el cómo se garantiza el derecho de defensa del deudor hipotecario y de los terceros(4).

4. LA NATURALEZA JURÍDICA DE LA VENTA EXTRAJUDICIAL

En la controversia jurisprudencial hay un elemento que es esencial para delimitar la constitucionalidad o no de la venta extrajudicial y es su naturaleza jurídica. Desde un principio se ha presentado como una alternativa a la ejecución hipotecaria judicial, por lo que las comparaciones con éste han sido imposibles de evitar. En un principio, la doctrina hipotecarista calificó el proceso de ejecución hipotecaria como un proceso de jurisdicción voluntaria, lo cual fue rebatido por la doctrina procesalista afirmando que nos encontrábamos ante un proceso de ejecución de carácter jurisdiccional(5). En la actualidad de forma unánime se concibe el proceso de ejecución hipotecaria como un proceso jurisdiccional.

La confusión sobre la naturaleza jurídica del proceso de ejecución hipotecaria judicial ha provocado que se extendiera a la venta extrajudicial. Desde sus orígenes se realizó esta comparación cuando estamos ante procedimientos de distinta naturaleza. Así, basta con señalar en la actualidad las siguientes diferencias:

— En el proceso de ejecución hipotecaria judicial el Tribunal debe realizar un análisis del título ejecutivo, debatiéndose en este momento el análisis de cuestiones de la legitimación activa cuando el actor no coincide con el titular registral(6) o bien el análisis del carácter abusivo de alguna de las cláusulas como los intereses moratorios pactados(7). Sin embargo, en la venta extrajudicial el notario analiza la regularidad formal de la escritura de hipoteca y que contenga el pacto de venta extrajudicial y la representación para la realización de la venta.

---

(4) Ver ampliamente DELGADO RAMOS, en «El procedimiento extrajudicial de ejecución hipotecaria. Dudas sobre su validez y efectos», en *La Venta Extrajudicial del Bien Hipotecado*, Granada, 2012, pp. 107 y ss.

(5) Ver ampliamente el análisis que realiza MARTÍN DIZ (en *La ejecución de la garantía hipotecaria sobre los bienes inmuebles*, Ed. Comares, Granada, 2000, pp. 108 y ss.) y MONTERO AROCA (en *Ejecución de hipoteca inmobiliaria*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2012, pp. 203 y ss.).

(6) Así, por ejemplo, la Sentencia de la sección 19 de la Audiencia Provincial de Madrid, de 30 de enero de 2013.

(7) Así, los Acuerdos de los Magistrados de la Audiencia Provincial de Girona de 14 de noviembre de 2009 y el de los Magistrados de la Audiencia Provincial de Valencia de 15 de noviembre de 2012.

Revista DBB 130.indb 90 26/09/13 10:38

— En el proceso de ejecución hipotecaria se permite que el deudor hipotecario formule oposición por motivos materiales, debatiéndose en este momento si se debe permitir ampliar las causas de oposición y procesales. Sin embargo, en la venta extrajudicial el deudor hipotecario no puede articular ninguna causa de oposición al proceso de ejecución hipotecaria al no ser un proceso jurisdiccional.
— En el proceso de ejecución hipotecaria el deudor hipotecario puede articular las causas de oposición que no pudo alegar en este proceso a través del proceso declarativo posterior, produciendo efectos de cosa juzgada aquellas que debieron ser alegadas en el proceso de ejecución hipotecaria. Sin embargo, en la venta extrajudicial el deudor hipotecario tan sólo puede acudir al procedimiento declarativo, con los efectos que indicaré en los siguientes apartados o articular la oposición por la existencia de cláusulas abusivas ante el órgano jurisdiccional.
— Es decir, el proceso de ejecución hipotecaria tiene efectos de cosa juzgada, si bien limitado a aquellas causas de oposición que se pudieron alegar en él. Sin embargo, la venta extrajudicial nunca produce el efecto de cosa juzgada.

La función del notario en la venta extrajudicial ha sido delimitada en numerosas ocasiones por la jurisprudencia. Así, la Sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo número 803/2011, de 29 de marzo, afirma que el notario ejerce una función pública, por lo que les es exigible el control de la legalidad que impone el artículo 147 del Reglamento Notarial. Tal como indica esta sentencia la intervención notarial «va dirigida a garantizar la regularidad formal de la enajenación», debiendo controlar la legalidad del proceso.

GASCÓN INCHAUSTI analiza la función del notario en el procedimiento de venta extrajudicial y afirma que analiza la regularidad formal, pone al servicio de la venta extrajudicial una infraestructura, intervienen en la escritura pública y aporta lo que hace falta según la Ley Hipotecaria para que tenga acceso al Registro de la Propiedad, media en la venta del bien con objetividad. Tal como afirma «es una forma férreamente reglamentada de hacer efectiva una garantía privada, entre sujetos privados, sin necesidad de que intervenga la autoridad judicial»[(8)].

Desde esta perspectiva el notario no realiza ningún acto de coerción, sino que tan solo analiza la regularidad formal del título y la corrección del procedimiento previsto en el Reglamento Hipotecario. Es decir, una actividad no jurisdiccional, por lo que no es incompatible con el artículo 117.3 CE. Este argumento lo refuerza la LEC al permitir el artículo 641 LEC que «el bien lo realice persona especializada y conocedora del mercado en que se compran y venden esos bienes» y que «el bien se enajene por medio de entidad especializada pública o privada»; con lo que el legislador admite que la venta no se trata de una actividad jurisdiccional.

(8) GASCÓN INCHAUSTI, en «Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de mayo de 1998», en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, número 48, 1998, p. 1308.

Revista DBB 130.indb 91 26/09/13 10:38

Estas diferencias justifican que nos hallemos ante procesos que tienen una naturaleza distinta, siendo el elemento diferenciador la producción de efectos de cosa juzgada del proceso de ejecución hipotecaria. Y esta es la característica esencial de la jurisdicción respecto de otros procesos que no tienen carácter jurisdiccional. Consecuentemente, el proceso de ejecución hipotecaria tiene carácter jurisdiccional.

Como ya he indicado, la venta extrajudicial no produce nunca el efecto de cosa juzgada, por lo que no puede afirmarse su carácter jurisdiccional. A pesar de ello un sector doctrinal lo ha asimilado a un proceso de ejecución(9) para aplicar analógicamente la regulación que se realiza del proceso judicial de ejecución hipotecaria para completar lo que consideran lagunas legales, como la no posibilidad de oponerse a ella remitiendo al proceso declarativo posterior.

Esta confusión no sólo es doctrinal sino que es en gran medida responsabilidad del legislador. Así, ya he indicado cómo en la reforma del Reglamento Hipotecario por el Real Decreto 290/1992 la modificación del artículo 236.ñ) RH remitió la oposición del deudor hipotecario a los cinco últimos apartados del artículo 132 LH reabre el debate sobre la naturaleza jurídica de la venta extrajudicial(10). La asimilación de la venta extrajudicial al proceso de ejecución provocó la declaración de inconstitucionalidad sobrevenida de este procedimiento por la Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo número 402/1998, de 4 de mayo (RJ 1998\3464) y las sentencias posteriores dictadas por esta Sala provocando la discusión jurisprudencial y la posición de la Dirección General del Registro y del Notariado que he referenciado en el apartado anterior.

En su regulación originaria el Reglamento Hipotecario preveía expresamente que si se anotaba en el Registro la oposición formulada suspendería el procedimiento extrajudicial. Es decir, no se discutía el alcance del control jurisdiccional sobre la venta extrajudicial que podía llegar a suspenderla a través de la adopción de una medida cautelar de anotación preventiva de la demanda del procedimiento ordinario. Sin embargo, la reforma del RH de 1992 eliminó esta previsión y asimila la venta extrajudicial al procedimiento judicial hipotecario al remitirse a la regulación de los cinco últimos apartados del artículo 132 LH, que regulaba las causas de suspensión de este último de una forma restrictiva(11).

---

(9) En este sentido GONZÁLEZ-MENESES GARCÍA-VALDECASAS, en «Sobre la legitimidad del procedimiento notarial de ejecución», en La *Venta Extrajudicial del Bien Hipotecado*, Granada, 2012, pp. 50 y ss.

(10) Esta evolución lleva a que ROCA SASTRE, ROCA-SASTRE MUNCUNILL y BERNÀ I XIRGO afirmen que antes de la reforma procesal de 2000 «había base para afirmar que se trataba de un proceso de ejecución pura» y que tras la entrada en vigor de la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil, «el procedimiento extrajudicial contiene el marco para el ejercicio de un derecho privado sujeto a unos requisitos legales cuyo control es notarial» (*op. cit.,* p. 474).

(11) GONZÁLEZ-MENESES GARCÍA-VALDECASAS, afirmando el carácter de ejecución de la venta extrajudicial, analiza su constitucionalidad y plantea que «no me parece del todo descartable que en este nuevo contexto normativo (y sobre todo en este nuevo contexto social) la doctrinal del año 1981, que se sigue manteniendo para el procedimiento judicial especial de ejecución hipotecaria, pudiera ser revisada por el Tribunal Constitucional si se plantease ahora la cuestión directamente en relación con el

Revista DBB 130.indb 92 26/09/13 10:38

Esta decisión legislativa fue errónea ya que es evidente que el notario no ejerce actividades jurisdiccionales, por lo que no se puede asimilar su actuación con la de los tribunales. Por ello no puede aplicarse analógicamente.

Si se considera que la venta extrajudicial notarial es un proceso de ejecución éste es inconstitucional al ser contrario al artículo 117.3 CE que prevé que los Jueces y Tribunales tienen competencia exclusiva para hacer ejecutar lo juzgado. La cuestión que se plantean las sentencias de la Sala Primera del Tribunal Supremo que declararon la inconstitucionalidad sobrevenida es que «vigente la Constitución Española, no es consecuente que se admitan formas o manifestaciones de ejecución extrajurisdiccionales, pues el monopolio de la ejecución, corresponde, en este ámbito, exclusivamente al poder judicial... No cabe,..., en este orden, que se confunda la fase procesal de declaración que, en su intención y desarrollo, depende, en mucho de la voluntad de las partes, hasta el punto de que puede excluirse por formas de la llamada justicia privada, como el arbitraje, u otros modos de elaboración de títulos ejecutivos no jurisdiccionales, que se detienen, precisamente, ante la obligada ejecución forzosa del laudo o del título ejecutivo extrajudicial, sólo por órganos de la jurisdicción»(12).

Otra posición es afirmar que la venta extrajudicial no implica el ejercicio de ningún acto de coerción, en mi opinión la correcta, y es consecuencia del pacto entre las partes(13). Así CABALLOL ANGELATS afirma que «el embargo y la traba de bien en todos los procesos de realización hipotecaria tiene lugar en el momento de constitución de la hipoteca» y si el ejecutado se opone a la puesta en posesión del adjudicatario sobre el bien, «el Reglamento Hipotecario establece la facultad del adquirente de instar la puesta en posesión ante el Juzgado de Primera Instancia del lugar donde se halla sita la finca»(14). Es decir, sostiene la constitucionalidad del procedimiento de ejecución extrajudicial en la medida en que el notario no realiza ningún acto de coerción(15).

En el mismo sentido la Dirección General del Registro y del Notariado en la Resolución de 24 de marzo de 2003 (RJ 2003\3957) afirma que «la enajenación forzosa constituye un mero desenvolvimiento de la eficacia de la hipoteca». En la Resolución 1/2005, de 29 de diciembre (RJ 2006\744) afirma que «se trata de una enajenación extrajudicial del inmueble hipotecado basada en un pacto inscrito cuya validez se presume mientras no recaiga la correspondiente declaración judicial en contrario».

---

procedimiento notarial de ejecución» (en «Sobre la legitimidad del procedimiento notarial de ejecución hipotecaria», *cit.,* p. 65).

(12) STS de 20 de abril de 1999 (RJ 1999\2589).

(13) ROCA SASTRE, ROCA-SASTRE MUNCUNILL y BERNÀ I XIRGO (*op. cit.,* pp. 473 y ss.) y GASCÓN INCHAUSTI (en *Comentario a la Sentencia de 4 de mayo de 1998*, en Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil, número 48, 1998, p. 1168).

(14) CABALLOL ANGELATS, *Consideraciones sobre la exclusividad de la potestad de ejecutar, con motivo de la sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 4 de mayo de 1998, sobre el proceso notarial de realización hipotecaria*, en «la Ley», 1999-3.

(15) En el mismo sentido se pronuncian GÓMEZ DE LIAÑO (*Notas sobre la inconstitucionalidad del procedimiento ejecutivo extrajudicial del artículo 129.2 de la ley* Hipotecaria, en «la Ley», 22 de julio de 1998) y GASCÓN INCHAUSTI (en *op. cit.,* p. 1308).

Revista DBB 130.indb 93 26/09/13 10:38

Es indudable que al asumir el Estado el monopolio de la jurisdicción, prohíbe simultáneamente la autotutela de sus ciudadanos para lograr la paz social y la seguridad jurídica. Pero no puede impedir que éstos dispongan de sus derechos como estimen conveniente; es decir, que una persona realice actos de disposición en su esfera jurídica. El Estado tan sólo puede establecer limitaciones a este derecho que se funden en un exceso en el ámbito de actuación que afecte al orden público o a terceros (16). Y la venta extrajudicial no implica autotutela del derecho ni actividad ejecutiva alguna.

Si se analiza el contenido de los artículos 129 de la Ley Hipotecaria y del artículo 236.a.ñ) del Reglamento Hipotecario se constata que el deudor hipotecario autoriza al constituir la hipoteca a que la venta del bien hipotecado se enajene por un tercero en caso de impago de las cuotas correspondientes. Es decir, le autoriza expresamente a realizar la venta del bien para el pago de la deuda.

Como argumento adicional el TS declaraba la inconstitucionalidad de este procedimiento porque se trataba de una ley preconstitucional (17). Sin embargo, la LEC reforma el artículo 129 de la Ley Hipotecaria en la disposición final 9.ª, 4.ª de la LEC, con lo que sólo se podrá declarar su inconstitucionalidad por el TC. Con esta modificación el legislador ha superado la objeción que planteaba el TS a la circunstancia de que no se hubiera previsto expresamente por una ley, sino tan sólo en el ámbito reglamentario.

A modo de conclusión la venta extrajudicial no es una actividad jurisdiccional y no se puede asimilar. Partiendo de esta premisa no se puede aplicar analógicamente la LEC a la regulación del Reglamento Hipotecario, ya que ésta tan sólo regula la venta extrajudicial. Así lo ha declarado la Dirección General del Registro y del Notariado en la Resolución de 17 de septiembre de 2012 al negar la aplicación de la vía de apremio o de la notificación edictal prevista en la LEC a la venta extrajudicial.

5. LA INTERVENCIÓN DEL DEUDOR HIPOTECARIO EN LA VENTA EXTRAJUDICIAL

Tal como ha sido redactado el artículo 129 de la Ley Hipotecaria tras la reforma por la ley 1/2013, el notario debe advertir al deudor hipotecario la posible existencia de una cláusula abusiva para que pueda articular su oposición ante el órgano jurisdiccional (apartado f), suspendiéndose la venta extrajudicial cuando se acredite haber planteado ante el Juez competente.

El Reglamento Hipotecario, que se mantiene en vigor tras la reforma del artículo 129 de la Ley Hipotecaria, regula la intervención del deudor hipotecario en la venta extrajudicial en los siguientes preceptos:

---

(16) Ver extensamente el análisis que realizó en *El allanamiento en el proceso civil*, Barcelona, 2000, pp. 43 y ss.

(17) SANTAOLALLA reconocía como único vicio de la venta extrajudicial la insuficiencia de rango, por lo que concluía que la solución era que se incluyera su regulación esencial en la Ley Hipotecaria (en «Jurisdicción y ejecución extrajudicial», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1998, año 74, número 748, p. 1686).

Revista DBB 130.indb 94 26/09/13 10:38

— El artículo 236.c) el Reglamento Hipotecario regula la intervención del deudor hipotecario en un primer momento para realizarle el requerimiento de pago El apartado cuarto prevé que «si no se pudiera practicar el requerimiento en alguna de las formas indicadas, el Notario dará por terminada su actuación y por conclusa el acta, quedando expedita la vía judicial que corresponda».

— El artículo 236.f), apartado 5, del Reglamento Hipotecario, prevé que «el Notario comunicará por correo certificado al titular de la última inscripción de dominio el lugar, día y hora fijados para las subastas».

— El artículo 236.g) apartado 7 del Reglamento Hipotecario prevé que en la tercera subasta cuando la postura fuese inferior al tipo de la segunda, «el acreedor que no hubiese sido rematante, el dueño de la finca o un tercero autorizado por ellos podrán mejorar la postura en el término de cinco días».

— Los artículos 236.ñ) y o) del Reglamento Hipotecario regulan la oposición del deudor hipotecario. Estos preceptos prevén que el Notario sólo suspenderá las actuaciones «cuando se acredite documentalmente la tramitación de un procedimiento criminal, por falsedad del título hipotecario en virtud del cual…» [artículo 236.ñ) RH] y remite a lo previsto en los «cinco últimos párrafos del artículo 132 de la Ley Hipotecaria» para el planteamiento de las demás reclamaciones que puedan formular el deudor, los terceros poseedores y los demás interesados» [236.o) RH].

La intervención del deudor hipotecario en la venta extrajudicial se limita a que pague y a comunicarle, en el caso de que fuera el titular de la finca, el lugar, día y hora fijados para las subastas. Además, si la mejor postura es inferior al 75% del tipo de la primera subasta (que será el valor de tasación que figure en la escritura de hipoteca) podrá mejorarla en el plazo de cinco días.

Esta participación tan limitada ha sido justificada por la Dirección General del Registro y del Notariado remitiéndose a la Sentencia de Tribunal Constitucional 41/1981, de 18 de diciembre, ya citada. Si bien la referencia la hace de forma parcial ya que cuando se dictó ésta si se iniciaba un juicio declarativo en el que se opusiera a la venta extrajudicial y se anotara en el Registro de la Propiedad, ésta se suspendería.

Esta cuestión hace que se haya planteado la inconstitucionalidad de la venta extrajudicial en su actual regulación. DELGADO RAMOS afirma que cuando el crédito hipotecario se haya concertado con un consumidor el pacto de venta extrajudicial «tiene serios riesgos de ser considerado no sólo inconstitucional como dice el Tribunal Supremo, sino ilegal por abusivo y por tanto nulo, por producir una merma de los derechos y garantías que el consumidor tendría de no mediar tal pacto»[(18)].

El problema es que el carácter abusivo de la cláusula, o cualquier otra excepción que se quiera oponer, no puede alegarse ante el notario y no está previsto que suspenda

(18) DELGADO RAMOS, en «El procedimiento extrajudicial de ejecución hipotecaria. Dudas sobre su validez y efectos», en *La venta extrajudicial del bien hipotecado*, Granada, 2012, p. 114.

Revista DBB 130.indb 95 26/09/13 10:38

la venta extrajudicial. A continuación plantearé los mecanismos procesales que puede utilizar el deudor hipotecario para oponerse a la venta extrajudicial y los efectos de él.

6. LAS POSIBILIDADES PROCESALES

En la venta extrajudicial no está previsto que el deudor hipotecario ni un tercero con interés legítimo pueda oponer ningún motivo de oposición ante el notario que actúe. Sin embargo, en mi opinión, el deudor hipotecario tiene varias alternativas procesales para oponerse a la venta extrajudicial. A continuación analizaré los distintos momentos y los mecanismos procesales a través de los que se puede articular la oposición.

6.1. Antes de la subasta

A) La realización de alegaciones ante el notario actuante

En la venta extrajudicial la intervención del deudor hipotecario es muy limitada y no se prevé que pueda oponer ningún motivo de oposición. A pesar de esta escasa regulación, entiendo que una opción que tendría es realizar una alegación ante el notario para que la recogiera en la diligencia indicando la causa de oposición que va a alegar en el juicio declarativo correspondiente. Esta afirmación, por sí sola, no produciría nunca el efecto de suspender la venta extrajudicial ya que no está prevista como una causa de suspensión.

De todas formas debo advertir que esta opción es discutible. Así GÓMEZ-FERRER SAPIÑA afirma que «el precepto[19] no solo impide que se suspenda el procedimiento, sino también que se hagan constar en el acta las posibles reclamaciones de deudor, tercer poseedor o demás interesados, pues pueden tener por objeto dificultar la venta extrajudicial o hacer poco atractiva la adquisición de los bienes perjudicando así al acreedor»[20].

Tras la reforma del artículo 129 de la Ley Hipotecaria por la ley 1/2013 el notario debe advertir al deudor hipotecario la posible existencia de cláusulas abusivas. En el apartado f regula la posibilidad de que acuda ante el Juez competente alegando el carácter abusivo de alguna las cláusulas contractuales. La oposición se sustanciará por los trámites y con los efectos previstos para la causa de oposición regulada en el apartado 4 del artículo 695.1 LEC. En este caso la venta extrajudicial se suspenderá hasta la resolución por el Tribunal competente.

---

(19) Hace referencia al artículo 236.o) del Reglamento Hipotecario, que entiende que se remite al artículo 698 LEC.

(20) GÓMEZ-FERRER SAPIÑA, *Venta extrajudicial ante notario del inmueble hipotecado*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2009, p. 11 de la versión digital (referencia Tirant On Line TOL1.651.496, epígrafe 10).

Revista DBB 130.indb 96 26/09/13 10:38

B) A través de un proceso judicial. Efectos y posible solicitud de una medida cautelar

a) El proceso judicial

El artículo 236.o) del Reglamento Hipotecario regula la oposición del deudor hipotecario a la venta extrajudicial y remite a lo previsto en los «cinco últimos párrafos del artículo 132 de la Ley Hipotecaria para el planteamiento de las demás reclamaciones que puedan formular el deudor, los terceros poseedores y los demás interesados». Esta remisión actualmente no es aplicable porque estos preceptos fueron modificados cuando se reformó la Ley Hipotecaria con la aprobación de la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil. Por este motivo la Dirección General del Registro y del Notariado ha entendido que debe entenderse realizada en la actualidad al artículo 698 LEC[21].

Yo no estoy de acuerdo con esta conclusión. Tal como he expuesto anteriormente no se puede aplicar analógicamente la LEC a la regulación de la venta extrajudicial ya que no son procesos que tengan la misma naturaleza jurídica. Por ello, la remisión que realiza el artículo 236.o) RH debe entenderse por no puesta ante la modificación del artículo 132 LH, que regula actualmente un aspecto distinto de la venta extrajudicial. Lo que es contradictorio es negar la aplicación de la LEC al procedimiento de venta extrajudicial para realizar la notificación al deudor hipotecario o realizar una subasta única y acudir a ella para dotar de una mayor fuerza jurídica al procedimiento de venta extrajudicial remitiéndolo a la regulación del artículo 698 LEC.

Los motivos son evidentes. El proceso de ejecución hipotecaria tiene carácter jurisdiccional y en él se pueden alegar causas de oposición, que suspenden la tramitación de la ejecución hipotecaria. Sólo para la alegación de otras excepciones remite el artículo 698 LEC al juicio declarativo posterior sin que se pueda adoptar la medida cautelar de suspender la ejecución hipotecaria[22], pero sí se pueden adoptar otras como la anotación preventiva de demanda o la retención de las cantidades obtenidas con la realización del bien hipotecado.

Sin embargo, si se considera la venta extrajudicial como un proceso de jurisdicción voluntaria sería discutible el efecto de que el inicio de un proceso declarativo posterior transformase el procedimiento de voluntario en contencioso (artículo 1817 LEC). Así, la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de octubre de 1910 declaró que «a pesar de los términos del artículo 1817 LEC, no es aplicable a todos los actos de Jurisdicción Voluntaria, por lo prevenido en el artículo 1824, sino también por haber establecido la jurisprudencia otros casos de excepción, sin que dicho artículo tenga aplicación cuando el acto de Jurisdicción voluntaria tiene un carácter coercitivo sobre

(21) Así, la Dirección General del Registro y del Notariado en su Resolución de 17 de septiembre de 2012 afirma que «teniendo en cuenta que la remisión del artículo 236.o) debe entenderse actualmente al artículo 698 de la Ley de Enjuiciamiento Civil». Del mismo modo se pronuncia GÓMEZ-FERRER SAPIÑA (*loc. cit.*).

(22) Esta previsión debe ser reinterpretada tras la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 14 de marzo de 2013.

Revista DBB 130.indb 97 26/09/13 10:38

la voluntad del opositor». Tal como afirma GONZÁLEZ POVEDA «este criterio puede aplicarse a los procedimientos de jurisdicción voluntaria dirigidos a constituir cautelas o aseguramientos y a hacer efectivos derechos (medidas ejecutivas)»(23).

En estos casos hay una oposición implícita, por lo que no se produce esta conversión de forma automática. En este sentido se han pronunciado las Sentencias del Tribunal Supremo de 3 de junio de 1959 y de 31 de octubre de 1958(24). GARRIGA ARIÑO afirma que esta conversión no se produce en estos casos porque «la existencia de oposición no varía ni la naturaleza ni el contenido esencial del objeto del expediente»(25). Al igual que en otros expedientes de jurisdicción voluntaria(26), en el que estamos analizando la oposición no determina la conversión del expediente de jurisdicción voluntaria en contenciosa. Tal como afirma RAMOS MÉNDEZ la posible existencia de controversia entre las partes pierde importancia en estos actos de jurisdicción voluntaria porque estas diligencias tienen una finalidad determinada y limitada en cuanto a su alcance y porque si se convirtiera en contencioso frustraría su utilidad(27).

A pesar de lo expuesto el Consejo General del Notariado ha enviado una comunicación a todos los Notarios de España en la que afirma que «a los efectos de evitar cualquier perjuicio al deudor hipotecario, y en espera de las decisiones de carácter legislativo que se adopten para adecuar nuestros sistemas de ejecución de hipoteca a dicho pronunciamiento, el Consejo General del Notariado considera:

1.º) Que todo aquel notario que esté tramitando un procedimiento de ejecución extrajudicial que no haya concluido con la adjudicación definitiva notifique informando al acreedor hipotecario y al deudor de la existencia y alcance de esta Sentencia. En concreto, y muy especialmente con relación al deudor ejecutado, del derecho que le asiste de acudir a los Tribunales presentando demanda o solicitando medida cautelar de suspensión del procedimiento por si considerara que alguna cláusula del contrato de préstamo con garantía real hipotecaria es abusiva.

2.º) Suspender cualquier procedimiento ejecutivo extrajudicial siempre que se acredite documentalmente al notario cualquiera de las circunstancias siguientes:

a) La admisión a trámite de demanda en la que el ejecutado impugne la validez de alguna cláusula del préstamo con garantía real hipotecaria por abusividad de ésta.

---

(23) GONZÁLEZ POVEDA, *La jurisdicción voluntaria*, 2008, p. 162.

(24) En este sentido GÓMEZ COLOMER, en *Derecho Jurisdiccional II, Proceso Civil*, con MONTERO AROCA, MONTÓN REDONDO y BARONA VILAR, Valencia, 2002, p. 910.

(25) GARRIGA ARIÑO, *Los supuestos juicios de equidad de la Ley de Propiedad Horizontal*, Madrid, 2003, p. 216.

(26) GARRIGA ARIÑO realiza una clasificación de expedientes de jurisdicción voluntaria en relación con los efectos que produce la oposición sobre ellos, interesándonos a los efectos de este trabajo el grupo en el que la oposición no afecta al procedimiento porque lo exige la finalidad de éste, citando las Sentencias del Tribunal Supremo de 10 de febrero de 1899, de 22 de febrero de 1905, de 10 de diciembre de 1906, de 27 de enero de 1917, de 18 de octubre de 1918 y de 8 de abril de 1974 (en *op. cit.*, pp. 219 y ss., en especial nota 188).

(27) RAMOS MÉNDEZ, en *La jurisdicción voluntaria en negocios de comercio*, Ed. Civitas, Madrid, 1978, p. 43.

Revista DBB 130.indb 98 26/09/13 10:38

b) La admisión a trámite de una solicitud de medidas cautelares de suspensión del procedimiento de ejecución extrajudicial por idéntica causa a la anteriormente expuesta.

Se recuerda que, conforme al artículo 723.1 de la LEC, las medidas cautelares pueden ser solicitadas con carácter previo a la presentación de la demanda, de donde en este caso bastaría exclusivamente la acreditación judicial de la admisión a trámite de las indicadas medidas, aun cuando no se acredite al notario la ulterior admisión de la demanda».

En mi opinión, la intención de la Dirección General del Notariado es elogiable al pretender proteger al deudor hipotecario cuando se esté realizando la vivienda habitual, pero desnaturaliza la venta extrajudicial y el carácter automático de la suspensión puede implicar una utilización abusiva de este mecanismo. Además, no tiene en cuenta que no en todos los casos la nulidad de una cláusula del contrato de crédito hipotecario determinará la no prosecución de la venta extrajudicial. Con esta comunicación la venta extrajudicial quedará suspendida hasta la resolución del proceso declarativo. Además, la referencia a la posible adopción de una medida cautelar de suspensión de la eficacia del contrato de crédito hipotecario no tendrá sentido ya que la consecuencia, que es la paralización de la venta extrajudicial, ya se logra con la admisión a trámite de la demanda judicial en la que se plantee la nulidad de alguna cláusula por entender que tiene carácter abusivo. Además, se logrará sin que el demandante deba prestar caución, que, tal como expongo en el siguiente apartado, es uno de los presupuestos de adopción de las medidas cautelares.

Por otro lado, la necesidad de acudir a un proceso declarativo no viene motivada por la remisión legal, sino porque es el mecanismo previsto por la ley para resolver los conflictos de intereses entre las partes. Una cuestión distinta es que el inicio de éste deba implicar de forma automática la suspensión de la venta extrajudicial. En mi opinión, esta circunstancia no es adecuada porque implicaría que la alegación de cualquier motivo de oposición determinaría la suspensión de la venta extrajudicial. Y ello puede implicar un uso abusivo, que es precisamente lo que intentó evitar el legislador al modificar el Reglamento Hipotecario.

El proceso declarativo posterior se regirá por las normas de la LEC, tanto para la determinación del procedimiento como de la competencia del órgano jurisdiccional.

Una cuestión fundamental será el objeto del proceso. En la demanda se podrán articular todas las causas de oposición a la realización de la venta extrajudicial, determinando en alguno de los casos la nulidad de ésta y en otros la pluspetición. Así, en el primer caso se podría alegar el carácter abusivo de la inclusión del pacto de venta extrajudicial en la escritura de constitución de hipoteca cuando el deudor tenga la consideración de consumidor, la nulidad de la cláusula de vencimiento anticipado por el impago de una sola de las cuotas, la prescripción, el pago de la deuda hipotecaria o la infracción de alguna de las formalidades previstas en el Reglamento Hipotecario. Todas estas alegaciones determinarán la nulidad de la venta extrajudicial.

También se puede alegar la nulidad de la cláusula suelo o el carácter abusivo de los intereses moratorios. Éstas determinarían sólo una pluspetición y que en el momen-

Revista DBB 130.indb 99 26/09/13 10:38

to de distribución de la cantidad obtenida por la subasta debería entregarse una distinta al deudor hipotecario.

Respecto del momento en el que se puede iniciar el proceso declarativo entiendo que el deudor hipotecario puede hacerlo sin esperar al procedimiento de venta extrajudicial(28). Ya he analizado su intervención en él y se ha comprobado cómo no puede articular ningún motivo de oposición. Por ello no tiene que esperar a su finalización.

b) La adopción de medidas cautelares

Al iniciar el proceso declarativo se plantea la cuestión de si se puede adoptar o no una medida cautelar(29). Tal como he expuesto, en su regulación originaria la venta extrajudicial se suspendía por el hecho de adoptarse la medida cautelar de anotación preventiva de la demanda del juicio ordinario en que se articulara la oposición a él. Sin embargo, el Real Decreto 290/1992 modificó el artículo 236.o) RH, remitiéndose al artículo 132 LH, que regulaba las causas de suspensión del proceso judicial hipotecario limitando las causas de suspensión y prohibiéndola cuando se iniciara un proceso declarativo. Esta remisión ha quedado sin contenido por la reforma de dicho precepto por la LEC. Además, tal como he expuesto, su naturaleza jurídica impide que pueda aplicarse analógicamente la previsión del artículo 698 LEC(30).

Un acto de jurisdicción voluntaria de carácter coercitivo no se transformará en contencioso por el hecho de formularse oposición. Pero una cosa es que no se acuerde la suspensión automática de la venta extrajudicial y otra es que el Órgano Jurisdiccional que esté conociendo del proceso declarativo en el que se articula la oposición a la venta extrajudicial no pueda ordenar una medida cautelar de suspensión, o cualquier otra, de la venta extrajudicial que asegure la eficacia del proceso jurisdiccional. Así, en su redacción originaria el artículo 236.o) RH preveía la suspensión de la venta extrajudicial cuando se anotara preventivamente la demanda en la que se hubiera formulado la oposición a él.

---

(28) En el mismo sentido DÍAZ FRAILE, en *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, tomo VII, vol. Ed. Edersa, Madrid, 2000, p. 1382.

(29) Ver ampliamente el análisis que realizo de las medidas cautelares en mi monografía *Las medidas cautelares en el proceso civil*, Ed. Atelier, Barcelona, 2012.

(30) Además, debo recordar que tras la Sentencia del Tribunal de Justicia de Unión Europea de 14 de marzo de 2013, ya citada, el artículo 698 LEC ha quedado sin contenido ya que ha declarado que «La directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con los consumidores, debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa de un Estado miembro, como la controvertida en el litigio principal que, al mismo tiempo que no prevé, en el marco del procedimiento de ejecución hipotecaria, la posibilidad de formular motivos de oposición basados en el carácter abusivo de una cláusula contractual que constituye el fundamento del título ejecutivo, no permite que el juez que conozca el proceso declarativo, competente para apreciar el carácter abusivo de esa cláusula, adopte medidas cautelares, entre ellas, en particular, la suspensión del procedimiento de ejecución hipotecaria, cuando acordar tales medidas sea necesario para garantizar la plena eficacia de su decisión final».

Revista DBB 130.indb 100 26/09/13 10:38

Uno de los requisitos esenciales es la idoneidad de la medida solicitada. Así, no se podrá lograr por esta vía algo distinto a asegurar la eficacia del proceso principal. Es decir, sólo si se plantea la nulidad de la venta extrajudicial por alegaciones referentes al título (carácter abusivo de alguna de las cláusulas como la de vencimiento anticipado o la alegación de la prescripción o del pago) se podrá acordar la suspensión del procedimiento notarial, tal como expondré a continuación. Si el objeto del proceso provocara una pluspetición de la reclamación la consecuencia sería reducir la cantidad que debería entregarse finalmente al acreedor hipotecario, pero la venta sería totalmente válida y eficaz.

A priori las medidas cautelares idóneas pueden ser la suspensión de la venta extrajudicial(31), la anotación preventiva de demanda(32) o la retención de las cantidades(33) que se obtengan en la subasta.

La adopción de la medida cautelar se regirá por la previsión de los artículos 721 y ss. LEC y ésta no puede tener carácter automático. El solicitante deberá alegar y acreditar la concurrencia de los presupuestos de adopción de las medidas cautelares. Estos son el *fumus boni iuris*, el *periculum in mora* y el ofrecimiento de caución.

El *fumus boni iuris* vendrá determinado por la apariencia jurídica favorable de la pretensión ejercitada por el actor en el proceso declarativo. En este caso el solicitante de la medida deberá alegar y acreditar su concurrencia.

El *periculum in mora* es el riesgo que existe de que la sentencia que se dicte no vaya a ser eficaz. En este caso habrá que distinguir en función del tipo de medida cautelar que se solicite y el objeto del proceso.

Por último, el solicitante deberá ofrecer una caución para responder de los daños y perjuicios que ocasione al demandado la adopción de la medida cautelar para el caso en que ésta se alce por cualquiera de las causas previstas en la Ley. Para el cálculo de ésta deberá valorarse tanto los daños que se causen en el caso concreto como la intensidad del *periculum in mora*. En este caso concreto la caución que deberá ofrecerse no será la misma si se solicita una anotación preventiva de demanda que si es una medida cautelar de suspensión de la venta extrajudicial. En el primer caso la venta se realizará, pero se dará publicidad de la pendencia del proceso para que si un tercero adquiere el bien inmueble la sentencia que se dicte sea eficaz. En el segundo caso se suspenderá el procedimiento de venta extrajudicial en el estado en que se halle. Las consecuencias económicas serán distintas en un caso y en otro, lo que influirá en la caución que se debe ofrecer.

---

(31) Como he indicado, antes de la modificación del Reglamento Hipotecario por el Decreto 290/1992, de 24 de marzo, la anotación preventiva de la demanda en el juicio declarativo implicaba la suspensión de la venta extrajudicial.

(32) En un proceso ordinario posterior a la ejecución hipotecaria judicial los Autos de la sección 1.ª de la Audiencia Provincial de Tarragona número 41/2011, de 15 de abril (JUR 2011\198174) y de la sección 4.ª de la Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife de 25 de febrero de 2002 (AC 2002\642) adoptan la medida cautelar de anotación preventiva de demanda.

(33) Es la medida cautelar prevista en el artículo 698 LEC para asegurar la efectividad del proceso declarativo posterior al juicio hipotecario judicial.

Revista DBB 130.indb 101 26/09/13 10:38

6.2. El artículo 129 de la Ley Hipotecaria

En la tramitación de la proposición de ley de regulación de la dación en pago, de paralización de los desahucios y de alquiler social el Grupo Parlamentario Popular en el Congreso ha presentado la enmienda número 54[34]. En ella propone la modificación del apartado f) del artículo 129 de la Ley hipotecaria que pasaría a tener la siguiente redacción:

> «f) En todo caso, el Notario suspenderá la venta extrajudicial cuando cualquiera de las partes acredite haber planteado ante el Juez competente, conforme a lo establecido en el artículo 684 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, el carácter abusivo de alguna cláusula del contrato de préstamo hipotecario que constituya el fundamento de la venta forzosa o que hubiese determinado la cantidad exigible.
>
> La cuestión sobre dicho carácter abusivo se sustanciará por los trámites y con los efectos previstos en la Ley de Enjuiciamiento Civil para la causa de oposición prevista en el apartado 4 de artículo 695.1 de dicha Ley».

Tal como he indicado el artículo 129 de la Ley Hipotecaria ha sido modificado por la ley 1/2013, de 14 de mayo, habiéndose aprobado con la siguiente redacción en su apartado f:

> "Cuando el Notario considerase que alguna de las cláusulas del préstamo hipotecario que constituya el fundamento de la venta extrajudicial o que hubiese determinado la cantidad exigible pudiera tener carácter abusivo, lo pondrá en conocimiento de deudor, acreedor y en su caso, avalista e hipotecante no deudor, a los efectos oportunos.
>
> En todo caso, el Notario suspenderá la venta extrajudicial cuando cualquiera de las partes acredite haber planteado ante el Juez que sea competente, conforme a lo establecido en el artículo 684 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, el carácter abusivo de dichas cláusulas contractuales.
>
> La cuestión sobre dicho carácter abusivo se sustanciará por los trámites y con los efectos previstos para la causa de oposición regulada en el apartado 4 del artículo 695.1 de Ley de Enjuiciamiento Civil.
>
> Una vez sustanciada la cuestión, y siempre que no se trate de una cláusula abusiva que constituya el fundamento de la ejecución, el Notario podrá proseguir la venta extrajudicial a requerimiento del acreedor".

De esta forma, la venta extrajudicial se suspenderá cuando se acredite que se ha planteado ante el Juez competente el carácter abusivo de alguna cláusula del contrato de préstamo hipotecario. La tramitación se realizará como una causa de oposición al proceso de ejecución hipotecaria. Para articularla la ley 1/2013 modifica el artículo

---

(34) Enmiendas publicadas en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, serie B Proposiciones de Ley, de 2 de abril de 2013, número 102-4.

Revista DBB 130.indb 102 26/09/13 10:38

695 LEC y prevé alegar «el carácter abusivo de una cláusula contractual que constituya el fundamento de la ejecución o que hubiese determinado la cantidad exigible».

Esta previsión implica desnaturalizar la venta extrajudicial y asimilarla al proceso de ejecución judicial hipotecaria. Sin embargo, es cierto que debe permitirse que el consumidor pueda alegar el carácter abusivo de una cláusula a través de un mecanismo que no sea excesivamente gravoso. Y es indudable que la carga de iniciar un proceso declarativo no cumple este requisito. Por ello es positiva esta previsión que favorece la posibilidad de alegarla. Sin embargo, creo que el carácter automático de la suspensión por el planteamiento del incidente declarativo puede ser utilizado de forma abusiva. Sobre todo, si se tiene en cuenta que si se estima la consecuencia no será siempre la nulidad de la venta extrajudicial. Por ello sería conveniente que el Tribunal pudiera adoptar la medida cautelar en cada caso en función de las consecuencias que pueda implicar la declaración de nulidad.

6.3. Después de la subasta

Una vez realizada la subasta el artículo 236 I RH prevé que «verificado el remate o la adjudicación y consignado, en su caso, el precio, se procederá a la protocolización del acta y el otorgamiento de la escritura pública por el rematante o el adjudicatario y el dueño de la finca o las personas designadas conforme al artículo 234». El apartado tercero de este precepto prevé que la escritura será título bastante para la inscripción.

En este momento el deudor hipotecario tendrá varios mecanismos procesales para articular su oposición, dependiendo de la actuación del adquirente en la venta extrajudicial.

B. El proceso declarativo posterior

La primera posibilidad que tendrá es ejercitarlo a través de un proceso declarativo, tal como he expuesto en el apartado anterior. Sin embargo, si pretende la declaración de nulidad de la venta extrajudicial y, consecuentemente, de su resultado, deberá demandar tanto al acreedor hipotecario como al adquirente cuando éste sea un tercero. En este caso la dificultad vendrá determinada por el alcance de la eficacia de la sentencia respecto del tercer adquirente cuando éste fuera de buena fe o el bien se haya transmitido a un tercero. Por eso es aconsejable que se hubiera iniciado el proceso declarativo antes de que finalizase la venta extrajudicial.

C. En el procedimiento en el que el adquirente reclame la posesión del bien inmueble

Otras opciones vendrán determinadas por el medio procesal que utilice el adquirente para reclamar la posesión del bien inmueble.

Revista DBB 130.indb 103 26/09/13 10:38

El artículo 236.m) RH prevé que «el adjudicatario podrá pedir la posesión de los bienes adquiridos al Juez de Primera Instancia del lugar donde radiquen».

Este precepto no indica cuál es la vía procesal que deberá utilizar para solicitarlo. Esta circunstancia ha motivado que se hayan planteado distintas alternativas. Así CORDERO LOBATO considera aplicable analógicamente lo previsto en los artículos 661 y 675 LEC(35). GÓMEZ-FERRER cree aplicable el artículo 675 LEC, pero no el 661 LEC(36). Sin embargo, DÍAZ FRAILE entiende que son aplicables los artículos 2056 y ss. LEC de 1881, remitiéndose al artículo 41 de la Ley Hipotecaria(37).

Como se puede observar existe una gran confusión sobre el procedimiento adecuado para solicitar la entrega de la posesión ante el Juez de Primera Instancia del lugar donde radiquen. En mi opinión, debe partirse de la naturaleza jurídica del procedimiento de venta extrajudicial, que recuerdo que no tiene carácter jurisdiccional. Por ello no puede acudirse a los procedimientos para la entrega de la posesión previstos en la LEC para la entrega de la posesión en el proceso de ejecución. Así se ha pronunciado la Sentencia de la Audiencia Provincial de Sevilla de 5 de febrero de 1992 (AC 1992\341) que afirma que «Lo que no puede compartirse, en cambio, es la extensión analógica y la aplicación a un procedimiento de ejecución hipotecaria de la previsión contenida en el artículo 2056 LECiv que, en atención a la esencial carencia de antecedentes en el órgano judicial acerca del derecho invocado por el promovente, introduce una cautela razonable cual es la consistente en asegurar, cuando menos *prima facie*, la titularidad que invoca mediante la exigencia de la inscripción registral del título en que funde su pretensión y una certificación registral complementaria acreditativa de la concurrencia en el peticionario del carácter con que formula su solicitud. Pues ninguna relación o similitud guarda dicha situación con la de un adjudicatario *ex* artículo 131 LH cuyo Título (Auto de adjudicación) emana del propio órgano a quien la posesión se solicita». A *sensu contrario* debe interpretarse que tampoco se puede aplicar la entrega de la posesión prevista en el proceso de ejecución de títulos judiciales.

La escritura pública de remate no tiene la consideración de un título ejecutivo ya que en ella no concurren los requisitos exigidos en los artículos 517 y 520 LEC. Por ello las alternativas que tendrá es ejercitar la acción a través de un proceso declarativo, a través de un juicio de desahucio en precario o del proceso especial para la efectividad del derecho real inscrito.

a) A través de un proceso declarativo

Una opción que tendrá el adquirente es ejercitar la pretensión de adquirir la posesión a través de un proceso declarativo ordinario. En todo caso esta opción es residual

(35) CORDERO LOBATO, en *Tratado de Derecho de los Derechos de Garantías*, tomo I —con CARRASCO PERERA y MARÍN LÓPEZ—, Ed. Thomson-Aranzadi, Madrid, 2008, p. 1141.

(36) GÓMEZ-FERRER SAPIÑA, *op. cit.,* p. 9 de la versión digital.

(37) DÍAZ FRAILE, *op. cit.*, p. 1374.

Revista DBB 130.indb 104 26/09/13 10:38

ya que existen otros mecanismos procesales que son más rápidos para lograr la entrega de la posesión.

En todo caso, si ésta fuera la opción, el deudor hipotecario tendría la opción de plantear la nulidad de la venta extrajudicial a través del planteamiento de una excepción en la contestación a la demanda.

b) El juicio de desahucio en precario

En la LEC de 1881 el juicio de desahucio en precario tenía la consideración de un juicio sumario en el que si se alegaba una cuestión compleja se dictaba una sentencia desestimatoria, remitiendo a las partes al juicio declarativo posterior. El legislador de la LEC 2000 era consciente de que la parte demandada alegaba de forma abusiva la existencia de una cuestión compleja para obligar al demandante a acudir al juicio ordinario posterior. La exposición de motivos afirma, en su apartado XII *in fine,* que «la experiencia de ineficacia, inseguridad jurídica y vicisitudes procesales excesivas aconseja, en cambio, no configurar como sumarios los procesos en que se aduzca, como fundamento de la pretensión de desahucio, una situación de precariedad; parece muy preferible que el proceso se desenvuelva con apertura a plenas alegaciones y prueba y finalice con plena efectividad».

Sobre el carácter plenario del juicio de desahucio en precario también se ha pronunciado la jurisprudencia. Así la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 27 de febrero de 2004 (RJCat Jurisprudencia, 2004-3, pp. 733 y ss.). En su fundamento de derecho II afirmaba que «Lo primero que debe rechazarse es la excepción procesal de inadecuación de procedimiento. Cierto que hasta la promulgación y entrada en vigor de la nueva ley procesal, el juicio de desahucio por precario se configuraba como un juicio sumario y se declaraba que era cauce insuficiente para analizar cuestiones más complejas que la mera comprobación de la existencia de un título justificativo de la posesión, remitiéndose a las partes para cualquier otra cuestión al declarativo correspondiente. Esta materia se ha visto sustancialmente alterada por la nueva ley que en su misma exposición de motivos señala el carácter plenario del juicio verbal y de la acción de desahucio por precario que a través de él se puede ejercitar, de manera que debemos examinar en este juicio verbal todas las cuestiones que pueden afectar a la posesión del demandado, en orden a valorar si hay o no situación de precario».

Ante la consideración del juicio desahucio en precario como un juicio plenario el demandado tiene varias opciones:

— Alegar las causas de oposición a la venta extrajudicial en este momento procesal.

— Si ha iniciado un proceso declarativo anterior solicitar la suspensión del juicio de desahucio en precario por la existencia de prejudicialidad civil.

El demandado podrá alegar las causas de oposición a la venta extrajudicial cuando éstas sean excepciones que se puedan oponer al demandante. Así, si la causa de

Revista DBB 130.indb 105 26/09/13 10:38

oposición es la nulidad de la cláusula de vencimiento anticipado y el adjudicatario es un tercero, el demandado no podrá oponerla en el juicio de desahucio en precario porque al adjudicatario no le afecta esta excepción de carácter personal(38). Sin embargo, si se trata de un defecto en la aplicación de las formalidades de la regulación de la venta extrajudicial sí que podrá oponerse al tener carácter objetivo y no personal.

Si ha iniciado un proceso declarativo antes de que se inste el juicio de desahucio en precario el demandado podrá solicitar la suspensión de éste alegando la concurrencia de una cuestión prejudicial civil. El artículo 43 LEC prevé que «el Tribunal, a petición de ambas partes o de una de ellas, oída la contraria, podrá mediante auto decretar la suspensión del curso de las actuaciones en el estado en que se hallen, hasta que finalice el proceso que tenga por objeto la cuestión prejudicial».

En el juicio declarativo anterior el demandante también puede pedir que se adopte la medida cautelar de la suspensión de la efectividad de la venta extrajudicial. En este caso el juicio de desahucio en precario no podría iniciarse por el efecto de la medida cautelar adoptada.

Otra posibilidad procesal es iniciar un proceso declarativo posterior al juicio de desahucio en precario. Esta opción dependerá de si la pudo alegar en el juicio de desahucio en precario. Si hubiera podido realizarlo el artículo 405.3 LEC prevé que «también habrá de aducir el demandado, en la contestación a la demanda, las excepciones procesales y demás alegaciones que pongan de relieve cuanto obste a la válida prosecución y término del proceso mediante sentencia sobre el fondo». Así, si se trata de una excepción que no pudo oponer por ser el adjudicatario un tercero distinto al acreedor sí que podrá iniciarlo. Pero si pudo alegarla no podrá realizarlo en virtud de la cosa juzgada virtual del proceso plenario anterior.

c) El procedimiento sumario para la efectividad de los derechos reales inscritos (artículo 250.1.7 LEC)

Si el deudor hipotecario no ha interpuesto la oposición en un juicio declarativo y no se ha anotado preventivamente(39), el adquirente podrá acudir al procedimiento sumario para la efectividad de los derechos reales inscritos (artículo 250.1.7 LEC)(40). Tal como afirma PRIETO-CASTRO la parte de la presunción de titularidad que crea la inscripción registral, en el que el titular provoca al perturbador para que presente la

---

(38) Salvo que se hubiera adoptado la medida cautelar de anotación preventiva de la demanda antes de la adjudicación o se hubiera notificado al adjudicatario la existencia del proceso judicial.

(39) El artículo 439.2 LEC prevé la inadmisión de la demanda cuando no se acompañe a la demanda certificación literal del Registro de la Propiedad que acredite expresamente la vigencia, sin contradicción alguna, del asiento que legitima al demandante. Por ello si en el registro se ha anotado preventivamente la demanda en la que se solicite la nulidad de la venta extrajudicial, no se podrá acudir a este procedimiento ya que la titularidad está siendo discutida.

(40) Sobre su naturaleza jurídica ver por todos GIMENO SENDRA, en *Derecho Procesal Civil*. II. Los procesos especiales, Ed. Colex, Madrid, 2007, pp. 146 y ss.

Revista DBB 130.indb 106 26/09/13 10:38

oposición. Por este motivo el artículo 441.3 LEC prevé que cuando se admita a trámite la demanda, el Tribunal adoptará «las medidas solicitadas que, según las circunstancias, sean necesarias para asegurar en todo caso el cumplimiento de la sentencia que recayere»[41].

El problema que se plantea es cuando esa presunción no es fundada o se puede poner en duda[42]. En este caso el demandado se podrá oponer, pero deberá prestar caución para responder de los daños y perjuicios que ocasione y que habrá cuantificado el demandante en la demanda (el artículo 439.2.2 LEC prevé que se inadmitirá la demanda en la que no se hace constar). El artículo 440.2 LEC limita los motivos de oposición que puede alegar el demandado en este procedimiento y ninguno de ellos es la nulidad de la adjudicación del bien al demandante. Para oponerla deberá iniciar un juicio ordinario con este objeto.

De esta forma nos hallaremos ante dos procesos judiciales que están vinculados ya que el resultado del juicio ordinario en que se alegue la nulidad de la venta extrajudicial determinará la improcedencia del juicio sumario de efectividad de los derechos reales inscritos. La ley no prevé la acumulación de procesos ni la suspensión automática del proceso en el que se haya presentado la certificación registral como hace el artículo 4 de la Ley de Registro Civil[43]. Las opciones que plantea el artículo 4 de la Ley del Registro Civil son, en primer lugar, la acumulación de las acciones.

En el supuesto que analizamos no es posible acumular las acciones porque el procedimiento para la efectividad de los derechos reales inscritos es un procedimiento declarativo sumario que se tramita por los trámites del juicio verbal (artículo 250.1.7 LEC) y el juicio declarativo de nulidad de la venta extrajudicial sería un procedimiento plenario que se tramitaría por razón de la cuantía, que, previsiblemente, será siempre superior a los 6.000 € por lo que debería seguirse los trámites del juicio ordinario (artículo 249.2 LEC). Esta circunstancia ya impediría la acumulación de procesos.

La segunda opción del artículo 4 de la Ley del Registro Civil es la suspensión del proceso en el que se haya aportado el certificado por prejudicialidad civil (artículo 41 LEC)[44]. En este caso el demandado deberá alegar la pendencia del proceso de nulidad de la venta extrajudicial. De esta petición se dará traslado al resto de partes. Si muestran su conformidad se suspenderá el proceso hasta la resolución de la cuestión prejudicial. En caso contrario el Tribunal podrá decretar la suspensión del curso de las actuaciones. La problemática para acordarla proviene del carácter sumario del procedimiento ya que lo que ha pretendido el legislador es que no se susciten cuestiones complejas. Por ello en todo caso el Tribunal no se pronunciará sobre la validez del

---

(41) Ver ampliamente CÁMARA RUIZ, en «Las medidas cautelares en el artículo 41 de la Ley Hipotecaria», en *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 1999, número 3, pp. 125 y ss.

(42) PRIETO-CASTRO FERRÁNDIZ, *Tratado de Derecho Procesal Civil*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 1982, p. 176.

(43) Ver, sobre la previsión del artículo 4 de la Ley del Registro Civil, el análisis que efectúa REYNAL QUEROL, en *La prejudicialidad en el proceso civil*, Ed. J.M. Bosch, Barcelona, 2007, pp. 307 y ss.

(44) Ver ampliamente REYNAL QUEROL, *loc. cit.*

Revista DBB 130.indb 107 26/09/13 10:38

derecho material inscrito[45], por lo que no puede pronunciarse sobre esta cuestión ni tan siquiera a efectos prejudiciales.

La cuestión que se plantea es si es necesario que el demandado preste la caución exigida en el artículo 444.2 LEC para oponerse a la demanda[46]. En mi opinión, es preceptivo porque el precepto citado tiene carácter imperativo. Además, existe otro motivo y es que la suspensión de la efectividad del derecho real inscrito la puede lograr el demandado a través de un juicio declarativo ordinario en el que se adoptará una medida cautelar de anotación preventiva de demanda. Y para la efectividad de esta medida será preceptivo que el demandado ofrezca caución en su escrito de solicitud (artículo 728.3 LEC) y la constituya para la efectividad de la medida cautelar en el caso en que sea adoptada (artículo 738 LEC).

d) A través de un procedimiento de posesión judicial

Según DÍEZ-FRAILE[47], otra opción que tiene el adquirente es solicitar la entrega de la posesión de conformidad con lo previsto en los artículos 2056 y ss. LEC de 1881.

De forma tradicional se ha planteado la problemática de la convivencia de este expediente con el procedimiento para la efectividad de los títulos inscritos previsto en el artículo 250.1.6 LEC. Así HERCE QUEMADA afirmaba que nada se opondría a que la posesión judicial llegue a donde la acción real del artículo 41 de la Ley Hipotecaria no alcanza, concretamente al requerimiento a los inquilinos, colonos, etc. (poseedores de hecho), para que reconozcan al que la obtenga como poseedor[48].

La finalidad de este expediente, tal como afirma el Auto de la sección 1.ª de la Audiencia Provincial de Teruel número 109/2006, de 13 de junio (JUR 2007\3566), es «que los poseedores inmediatos (inquilinos, colonos o arrendatarios) reconozcan como dueño al poseedor mediato promotor del expediente. En tales circunstancias, no tiene sentido alguno la personación de ningún poseedor en el expediente, ni la conversión del mismo en contencioso, ni mucho menos el reintegro a la recurrente de una posesión que jurídicamente no ha perdido; lo que conduce necesariamente a desestimar el recurso y confirmar íntegramente la resolución recurrida».

Desde un punto de vista práctico se ha afirmado que es un procedimiento que está en desuso ya que el titular del derecho inscrito tiene otras opciones procesales para lograr la entrega de la posesión del bien inmueble[49]. Además, existe un requisito que

---

(45) GIMENO SENDRA, en *Derecho Procesal Civil*, *cit.,* p. 149.

(46) Sobre esta cuestión ver el análisis que realiza GIMENO SENDRA, en *Derecho Procesal Civil, cit.,* pp. 153 y 154.

(47) DÍAZ-FRAILE, *loc. cit.*

(48) HERCE QUEMADA, en *Derecho Procesal Civil*, vol. II (con GÓMEZ ORBANEJA), Madrid, 1975, pp. 396 y 397.

(49) GONZÁLEZ POVEDA, en *La jurisdicción voluntaria*, Ed. Thomsom-Aranzadi, Pamplona, 2008, p. 461.

Revista DBB 130.indb 108 26/09/13 10:38

hará inviable que cuando se haya adjudicado el bien inmueble en un proceso judicial y es que no haya un tercero que esté poseyendo a título de dueño o de usufructuario[50]. En este caso el deudor hipotecario, como poseedor inmediato, podrá oponerse alegando la nulidad de la venta extrajudicial y, consecuentemente, su calidad de dueño. La consecuencia, tal como afirma el Auto de la sección 1ª de la Audiencia Provincial de Toledo número 60/2000, de 27 de octubre (JUR 2000\269997) será que el expediente se convertirá en contencioso (artículo 1817 LEC), «sin alterar en modo alguno la situación posesoria que tenía la finca al tiempo de ser incoado, es decir, sin entrega de la posesión reclamada, sin perjuicio naturalmente de que dicha posesión se reclame por la vía apropiada para ello». La oposición será factible porque se citará al deudor hipotecario como poseedor inmediato, y ante la alegación de poseedor mediato al afirmar la nulidad de la venta extrajudicial, se convertirá en contencioso el expediente.

A modo de conclusión entiendo que no es el mecanismo más adecuado para lograr la entrega de la posesión del bien adquirido a través de una venta extrajudicial, salvo que se interponga contra un poseedor inmediato.

D) La oposición a la imputación de pagos y la certificación de deuda pendiente

El artículo 129 g de la Ley Hipotecaria prevé que "Una vez concluido el procedimiento, el Notario expedirá certificación acreditativa del precio del remate y de la deuda pendiente por todos los conceptos, con distinción de la correspondiente a principal, a intereses remuneratorios, a intereses de demora y a costas, todo ello con aplicación de las reglas de imputación contenidas en el artículo 654.3 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. Cualquier controversia sobre las cantidades pendientes determinadas por el Notario será dilucidada por las partes en juicio verbal".

El artículo 654.3 LEC regula la imputación de pagos y la certificación de deuda pendiente en caso de insuficiencia de la ejecución. El tenor literal del precepto es:

> "En el caso de que la ejecución resultase insuficiente para saldar toda la cantidad por la que se hubiera despachado ejecución más los intereses y costas devengados durante la ejecución, dicha cantidad se imputará por el siguiente orden: intereses remuneratorios, principal, intereses moratorios y costas. Además el tribunal expedirá certificación acreditativa del precio del remate, y de la deuda pendiente por todos los conceptos, con distinción de la correspondiente a principal, a intereses remuneratorios, a intereses de demora y a costas".

Si el deudor hipotecario no está conforme con la imputación de pagos realizada por el notario de conformidad con los artículos 114.g de la Ley Hipotecaria y 654.3

(50) Según GONZÁLEZ POVEDA este requisito se infiere del artículo 2059 y de la jurisprudencia que se ha pronunciado sobre la oposición a este expediente de jurisdicción voluntaria (en *La jurisdicción voluntaria*, *cit.,* p. 462).

Revista DBB 130.indb 109 26/09/13 10:38

LEC, deberá plantear la impugnación que se tramitará a través de un juicio verbal. La problemática surge porque no se indica ni cuál es el juez competente ni el objeto.

La finalidad de la previsión de este precepto es crear un título ejecutivo no judicial para solicitar la ejecución por la cantidad no satisfecha por la venta extrajudicial. El deudor hipotecario debe tener la posibilidad de impugnar tanto el concepto como las cantidades concretas, sin que la previsión del artículo 129 f de la Ley Hipotecaria tenga carácter preclusivo para la alegación del carácter abusivo de alguna de las cláusulas.

La determinación del juzgado competente dependerá de la cuestión que se plantee. Así una serie de Magistrados han defendido la competencia objetiva de los Juzgados de lo Mercantil para resolver el carácter abusivo de alguna de las cláusulas del préstamo hipotecario(51). En mi opinión cuando el impugnante fuera un consumidor debe ser siempre competencia de los Juzgados de Primera Instancia ya que la referencia que se pueda hacer en la argumentación jurídica a las condiciones generales de la contratación no tendrá un carácter esencial de la misma ya que éste viene determinado por el carácter de consumidor del deudor hipotecario y el carácter abusivo se predica de este criterio. Una cuestión distinta es que si no tiene el deudor no es un consumidor y la impugnación se funda en la aplicación de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación será competente el Juzgado de lo Mercantil.

(51) Ver "cuestiones sobre la competencia para la suspensión de procedimientos de ejecución hipotecaria a raíz de la sentencia del TJUE de 4 de marzo de 2013. Foro abierto", en Revista de Inmobiliario El Derecho, número 8, mayo de 2013.

Revista DBB 130.indb 110 26/09/13 10:38

FRAUDE FISCAL Y FRAUDE MERCANTIL EN EL *MERGER LEVERAGED BUY-OUT* (*)

MIGUEL GIMENO RIBES

Becario de Investigación FPI-MICINN
Universidad de Valencia

RESUMEN

El trabajo versa sobre los criterios normativos para la identificación de supuestos fraudulentos en las operaciones de Merger Leveraged Buy-Out *(fusiones apalancadas), tanto en el ámbito fiscal, como mercantil. A la luz de la reciente jurisprudencia en materia tributaria, se analizan los diferentes elementos interpretativos del régimen especial de fusiones del Impuesto sobre sociedades y se comparan con la problemática de la prohibición de asistencia financiera para la protección de los acreedores y de los socios minoritarios. Se constata cómo el business purpose es el aspecto esencial en la vertiente fiscal de la cuestión, pero sólo es parcialmente relevante a los efectos societarios.*

Palabras clave: *fusión apalancada,* Merger Leveraged Buy-Out, *régimen especial de fusiones, asistencia financiera,* business purpose.

ABSTRACT

The present paper deals with the normative criteria necessary to identify cases of fraudulent Merger Leveraged Buy-Outs, both from a tax point of view and in corporate matters. Different interpretative elements of the special fiscal regime of mergers in Corporation tax are analyzed taking into account recent case-law on fiscal aspects. They are compared to the issues raised by the prohibition of financial assistance for the purposes of protecting creditors and minority shareholders. We conclude that, even though the business purpose is essential in terms of tax policy, it is less relevant for corporate questions.

Keywords: Merger Leveraged Buy-Out, *mergers' special fiscal regime, financial assistance, business purpose.*

Sumario

1. INTRODUCCIÓN: LA TRADICIONAL RELACIÓN ENTRE EL DERECHO MERCANTIL Y EL DERECHO TRIBUTARIO.
2. PRETEXTO: LA RECIENTE JURISPRUDENCIA DE LO CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVO.

(*) El presente trabajo se inscribe en el marco del Proyecto de Investigación del Ministerio de Ciencia e Innovación DER-2010-18860 «Crisis económica y Derecho de Sociedades», dirigido por el Prof. Dr. José Miguel Embid Irujo. Se ha llevado a cabo gracias a la beca del *Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht (Hamburg),* concedida al autor, y que permitió la estancia de investigación en tal centro.

Revista DBB 130.indb 111 26/09/13 10:38

2.1. Fundamentos económicos de la operación de *Merger Leveraged Buy-Out.*
2.2. La STS de 12 de noviembre de 2012.
2.3. La SAN de 31 de enero de 2013.

3. FRAUDE FISCAL.

3.1. La amortización del fondo de comercio de fusión.
3.2. La minoración de la base imponible por gastos financieros.
3.3. Criterios interpretativos: el fraude o evasión fiscal y los motivos económicos válidos.

4. FRAUDE MERCANTIL.

4.1. Impago de acreedores.
4.2. Eliminación de un competidor.
4.3. Criterios interpretativos.

A) La prohibición de asistencia financiera.
B) El artículo 35 LME.

5. COMUNICACIÓN ENTRE CRITERIOS.

5.1. Neutralidad fiscal y asistencia financiera.
5.2. Metonimia de ida, pero no de vuelta.

6. CONSIDERACIÓN FINAL: LAS PARCELAS SON MÚLTIPLES, EL ORDENAMIENTO ES UNO.

1. INTRODUCCIÓN: LA TRADICIONAL RELACIÓN ENTRE EL DERECHO MERCANTIL Y EL DERECHO TRIBUTARIO

El Derecho Mercantil ha sido objeto de una evolución y transformación progresiva a lo largo del pasado s. xx, de manera que, si la llamada inflación legislativa(1) ha sido una realidad constatable a cada paso, en materia comercial y societaria se ha revelado de particular magnitud(2). Ello no obstante, el fenómeno que se ha dejado observar en materia tributaria ha sido verdaderamente extraordinario, hasta tal punto que la premoni-

(1) También tildada de neomedievalización o mcdonalización de la norma. Así, BOIX PALOP, A., «De McDonald's a Google: La Ley ante la tercera revolución productiva», *Teoría y Derecho*, 1 (2007), pp. 124-246, donde alude a la masificación de los instrumentos normativos fruto de la voluntad racionalizadora de la sociedad industrial (p. 128).

(2) Sobre el particular, JIMÉNEZ DE PARGA Y CABRERA, R., «Desarrollo y expansión del Derecho mercantil», *ADC*, 30 (1977), pp. 591-617, particularmente a partir de la p. 603.

Revista DBB 130.indb 112 26/09/13 10:38

ción que hiciera en su día el Prof. Uría[3] se ha visto cumplida y superada con creces. Sin embargo, se han mantenido los elementos comunes propios de ambas disciplinas, como poso sustentante de su esencia, al tiempo que ha permanecido en el tiempo una mutua relación entre las dos ramas del ordenamiento jurídico, que se ha ido manifestando desde diferentes puntos de vista[4] y ante el surgimiento de ejemplos de lo más dispar[5].

Se constata así, que el Derecho Tributario, además de su raigambre jurídico-pública, que le supone ley especial del Derecho Administrativo o Público general, tiene especial sintonía o vinculación con el Derecho Privado y, particularmente, con el Derecho Mercantil. La razón, en buena medida evidenciada por la mejor doctrina desde antiguo, tiene que ver con su ámbito de específica proyección, que surge ante las manifestaciones de capacidad económica, cuya aparición se revela especialmente concluyente en la actividad empresarial[6]. Así pues, dicha comunicación jurídica, que tiene su génesis en flujos monetarios que activan o dotan de finalidad y contenido a la norma tributaria, alcanza esencialmente dos manifestaciones particulares, como son, de un lado, el efecto de fagocitar las definiciones legales del Derecho Mercantil por parte del Derecho Tributario y, de otro, la labor precursora de éste respecto a las normas de los comerciantes. En cierto modo, se produce, por economía de conceptos, un mutuo préstamo entre ambas disciplinas.

Comenzando por el último de ellos, el Derecho Tributario, en su voluntad de regular el substrato económico, no toma en consideración directa los contratos típicos ni, consiguientemente, se ve constreñido por las concretas referencias jurídico-privadas, sino que, por el contrario, tutela manifestaciones de capacidad económica de manera independiente. En tales ocasiones, las realidades de la actividad empresarial cuya con-

---

(3) URÍA GONZÁLEZ, R., «Derecho fiscal y Derecho mercantil. Sus influencias recíprocas», *AAMN*, II (1944), pp. 269-291, particularmente en la p. 273, donde afirmaba que se trataba de una «nueva disciplina jurídica que irrumpe con ímpetu creciente en el mundo del Derecho».

(4) VICENT CHULIÁ, F., «Introducción general a las relaciones entre el Derecho mercantil y el Derecho fiscal», *Hacienda pública española*, 94 (1985), pp. 79-110 establece cuatro perspectivas, a saber, el carácter precursor del Derecho Fiscal respecto al Mercantil, el Derecho fiscal como origen de costes para los diversos fenómenos mercantiles, el Derecho Privado como generador de conceptos posteriormente tomados por el ordenamiento tributario y, finalmente, el Derecho Fiscal como instrumento o elemento propio de la política económica (en su función parafiscal) (p. 90), aspectos todos ellos que en parte toma del estudio de URÍA GONZÁLEZ, R., «Derecho fiscal…», cit.

(5) Procede traer a colación las referencias particulares, establecidas a modo de paradigma por URÍA GONZÁLEZ, R., «Derecho fiscal…», *cit.,* a lo largo del trabajo, así como las indicaciones realizadas más de cuatro décadas después por VICENT CHULIÁ, F., «Introducción general a las relaciones…», *cit.,* que tienen que ver con las diferentes vertientes del Derecho Mercantil, como los Títulos-Valores, el Derecho de Sociedades o el Derecho de Contratos.

(6) Decía a este respecto URÍA GONZÁLEZ, R., «Derecho fiscal…», *cit.,* que «El derecho fiscal es como la sombra del mercantil. Allí donde éste clava sus banderas acude inmediatamente el otro para regular las exacciones tributarias correspondientes a los actos conquistados por la ley comercial», cita que dio lugar al título de ALBIÑANA GARCÍA-QUINTANA, C., «El Derecho fiscal es como la sombra del Derecho mercantil», *Revista de derecho financiero y de hacienda pública*, 263 (2002), pp. 11-14, *In memoriam* en el que hace alusión a diversos aspectos propios del Derecho Fiscal, tales como su constante crecimiento, las comunes raíces económicas y jurídicas, tanto de éste como del Derecho Mercantil, la autonomía del primero y, finalmente, el rigor tomado de la dogmática del Derecho Privado.

Revista DBB 130.indb 113 26/09/13 10:38

figuración legal de Derecho Privado no ha sido llevada a cabo caen irremediablemente en la esfera del Derecho Fiscal, de tal manera que es éste el que levanta acta de la realidad económica existente que subyace a la operación innominada o atípica. La doctrina mercantil conoce de varios ejemplos de este fenómeno, pero el paradigma quizá sea el contrato de *leasing*(7), operación que surge a partir de la posibilidad de deducibilidad como gasto de cada una de las rentas de la base imponible, tanto en el IRPF, como en el IS, como si de la amortización de un activo se tratase(8). En cierto modo, aquí, el Derecho Fiscal actúa con anterioridad al Derecho Mercantil.

Ocurre lo contrario en el segundo de los préstamos, donde la norma comercial preludia a la fiscal y es ésta la que hace referencia a términos ajenos a su materia sin pararse a definirlos, precisamente, por su delimitación externa. Ello no impide, no obstante, que exista una cierta autonomía terminológica, nuevamente, en razón del substrato económico, que dada la manifestación concreta sobre la cual el Derecho Tributario desea o debe proyectarse, puede ser coincidente sólo de forma parcial con los contornos de la delimitación jurídico-privada. Dicha autonomía o relativa independencia en la nomenclatura se ve embridada, precisamente, por esta mutua necesidad y así, debe advertirse, que la «autonomía no es aislamiento»(9) y, consecuentemente, las dos ramas no pueden tener presencia por sí mismas, sino que existen en tanto se apoyan en la otra y, a su vez, en las demás.

El estudio que ahora se inicia pretende tomar en consideración un supuesto particular en el que se puede apreciar el fenómeno evidenciado. Se trata de la presencia de posibles fraudes, tanto en materia fiscal, como de menoscabo de las posibilidades de cobro de los acreedores o, de manera más amplia, otros tipos de fraudes de índole jurídico-privada(10), en las operaciones denominadas de *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada(11). En particular, se pretende determinar si los criterios interpreta-

---

(7) Así, VICENT CHULIÁ, F., «Introducción general a las relaciones…», *cit.,* p. 100, quien también alude, en esta función calificadora y, en cierto sentido, enervadora de la atipicidad, al contrato de suministro, así como al de *engineering* o incluso el de *time charter*.

(8) De interés a efectos mercantiles es la monografía de GONZÁLEZ CASTILLA, F.V., *Leasing financiero mobiliario: contenido del contrato y atribución del riesgo en la práctica contractual y la jurisprudencia*, Madrid, Civitas, 2002.

(9) URÍA GONZÁLEZ, R., «Derecho fiscal…», *cit.,* p. 275.

(10) Hemos optado por aunar, tanto en el título, como en el epígrafe IV bajo el concepto de «fraude mercantil» los diferentes supuestos que se pueden dar de fraude de acreedores, así como de verdaderas eliminaciones de competidores derivadas de *Leveraged Buy-Outs* predatorios.

(11) Sobre el concepto, tanto en términos jurídicos, como, con finalidad pedagógica, económicos, véase AURIOES MARTÍN, A., «Los *Leveraged Buy-Outs* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas», *RDBB.* 51 (1993), pp. 637-680, en concreto, en las pp. 640-650, donde expone su estructura financiera característica, además de sus diferentes formas de aparecer y, fundamentalmente, las manifestaciones, en su caso, de asistencia financiera. También es de destacar MONTALENTI, P., *Il Leveraged Buyout*, Milano, Giuffrè, 1991, pp. 18-23, así como, escuetamente, la contribución de SÁNCHEZ DAFOS, J.A., «El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de Forward Merger LBO en España y el efecto de la reforma en Italia», *RdS*, 24 (2005), pp. 487-510, en concreto, en la p. 498, donde describe el particular supuesto que supone el FMLBO, consistente en la absorción por parte de la sociedad adquirente de la sociedad *target* u objetivo. Entre la doctrina alemana, LUTTER, M./ WAHLERS, H., «Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts», *AG*, 1 (1989),

Revista DBB 130.indb 114 26/09/13 10:38

tivos del carácter fraudulento a efectos fiscales de una adquisición de sociedad de las características que a continuación se referirán, lo son también en lo que tiene que ver con su configuración estrictamente societaria. Así, la constatación, en su caso, de una relación íntima entre el Derecho Tributario y el Derecho de Sociedades en este aspecto concreto adquiere una dimensión particular, toda vez que se abstrae de la definición intrínseca —sin perjuicio de que ésta pueda sernos de utilidad para emitir un juicio de valor o conclusión al respecto— y desciende al ámbito de los condicionamientos hermenéuticos de cada orden normativo.

2. PRETEXTO: LA RECIENTE JURISPRUDENCIA DE LO CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVO

El tema considerado surge a raíz de una jurisprudencia reciente que, si en origen se reputaba confusa y había sido, consecuentemente, criticada por la doctrina(12), hoy día parece haber quedado definitivamente consolidada y, así, establecida. Tradicionalmente, como seguidamente se expone y, dicho de manera especialmente general, la Dirección General de Tributos había adoptado una postura más permisiva, mientras que el Tribunal Económico-Administrativo Central y, particularmente, los tribunales judiciales, habían tendido hacia posiciones más estrictas. Habían entendido con mayor asiduidad que concretas operaciones de fusión apalancada debían ser reputadas como fraudulentas en atención a la excepción o cláusula de limitación del abuso contenida en el último precepto (artículo 96.2) del Capítulo VIII del Título VII, dedicado en la Ley del Impuesto sobre Sociedades(13) al régimen especial de neutralidad fiscal en fusiones, escisiones y otras operaciones con implicaciones patrimoniales similares(14).

2.1. Fundamentos económicos de la operación de Merger Leveraged Buy-Out

El *Leveraged Buy-Out* consiste en una adquisición apalancada de sociedad, en la cual la adquirente financia la compraventa mediante una cantidad porcentual de deuda

---

pp. 1-17, quien comienza el artículo con una descripción somera de las particularidades de organización financiera de este tipo de operaciones (pp. 1-3).

(12) ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Fusión apalancada y asistencia financiera: el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales», *AAMN*, L (2010), pp. 119-156, concretamente, en la p. 134, así como GUERREIRO ANTOLÍN, L./ ZAYAS, J.L., «Reestructuraciones post-compra, fiscalidad y motivos económicos válidos en operaciones LBO», *RECR*, 3 (2009), 15-24, particularmente, pp. 18-20; CUSÍ NAVARRO, J.M., «Precariedad jurídica en los LBOs», *RECR*, 2 (2011), pp. 31-41, en especial, pp. 35-38; CALVO VÉRGEZ, J., «Fusiones y escisiones en el Impuesto sobre Sociedades: cuestiones conflictivas», *Carta tributaria*, 18 (2011), pp. 3-37, con relevancia particular en las pp. 8-21.

(13) Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

(14) Régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una sociedad europea o de una sociedad cooperativa europea de un estado miembro a otro de la Unión Europea.

Revista DBB 130.indb 115 26/09/13 10:38

muy considerable, combinando, por lo general, deuda garantizada o *senior debt* con *junk bonds* o deuda mezanina[15], deuda subordinada[16], esta última suele tener, por lo general, un alto riesgo de impago[17]. De esta manera, con una cantidad reducida de capital, el comprador puede hacerse con el control y, consiguientemente, con la titularidad de la sociedad enajenada —sociedad objetivo o *target*—. Según los casos, podrá producirse una financiación de la mencionada operación con la ayuda o asistencia financiera de la propia sociedad adquirida.

En los supuestos en los que se produce este fenómeno, el negocio jurídico puede ser contrario a la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, consignada, en Derecho español, en los artículos 143.2 y 150 LSC, para sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas respectivamente. Dentro de estos supuestos, se ha planteado históricamente en la doctrina la posibilidad de que la utilización de una fusión con posterioridad a la compra apalancada pudiera reputarse como una manera de garantizar el crédito concedido por un tercero al adquirente. De esta manera, sería el *cash flow* generado por la sociedad objetivo el que acabaría repagando la deuda y, en caso de no ser suficiente, se procedería a la liquidación de determinados activos (*asset stripping*)[18] que podrían derivar en una absoluta desmantelación de la sociedad. La postura de determinados autores, previa a la entrada en vigor de la Ley 3/2009, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (LME), de considerar ilícitas este tipo de actuaciones oscilaba entre la vulneración directa de la literalidad[19] de los artículos 81.1 LSA y 40.5 LSRL, antecedentes de

---

(15) Un estudio sobre la financiación de compras apalancadas mediante mezanina y sobre su concepto e implicaciones económicas generales puede leerse en HERRERO, D., «Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas», *RECR*, 4 (2011), pp. 3-24.

(16) Sobre el particular, BROSETA PONT, M., «Régimen de los "préstamos participativos" (El artículo 11 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)», *RDBB*, 14 (1984), pp. 247-292, donde se refiere el régimen del Real Decreto-Ley de 1983 que contiene una referencia legal al mismo. Con posterioridad, GARCÍA VILLAVERDE, R., «Créditos participativos», *RdS*, 9 (1997), pp. 13-24, quien toma en consideración la normativa surgida en el año 1996 en torno a la materia.

(17) Las estructuras financieras son múltiples y variopintas. En el famoso caso del conglomerado empresarial-alimentario RJR Nabisco compitieron fundamentalmente dos ofertas, la del grupo encabezado por F. Ross Johnson, CEO de la compañía, que, en caso de haberse acogido, habría dado lugar a un *Management Buy-Out*, y el que definitivamente fue implementado, coordinado por el fondo de capital riesgo KKR & co. LLP. Financieramente puede verse un estudio sobre la operación a la que aludimos en HILLIER, D. et al., *Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, 2010, pp. A27-A31.

(18) El concepto de *asset stripping* ha sido tratado fundamentalmente en la literatura económica. Una explicación sobre este tipo de abusos en el seno de grupos de sociedades, en perjuicio de las filiales, a partir del caso de una empresa de telecomunicaciones puede verse en WHITE, E.D./ SHEEHAN, M.F., «Monopoly, the Holding Company, and Asset Stripping: The Case of Yellow Pages», *Journal of Economic Issues*, 26-1 (1992), pp. 159-182.

(19) FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C., «La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o *Leveraged Buy-Outs*», *RDM*, 232 (1999), pp. 577-644, quien, además, alude al argumento histórico y a la finalidad de la norma para considerarla aplicable (pp. 630-632). LÓPEZ MATEO, M.A., «Asistencia financiera: Análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (I)», *RDM*, 272 (2009), pp. 541-618, para quien el carácter cuasi-absoluto resulta poco conveniente (pp. 556-557 y 562-566). En contra de una interpretación literal

Revista DBB 130.indb 116 26/09/13 10:38

los preceptos previamente referidos, y la construcción dogmática en torno al fraude de ley[20]. Los favorables a esta última perspectiva entendían que la fusión llevaba al mismo efecto que el establecimiento de una garantía real sobre los activos de la sociedad enajenada y, consiguientemente, era subsumible en una de las posibilidades normativizadas de asistencia financiera.

Las operaciones apalancadas con fusión posterior pueden instrumentarse de dos maneras diferentes, consistentes en la absorción por parte de la sociedad objetivo por el comprador [*Forward Merger Leveraged Buy-Out* (FMLBO)] o la de la adquirente por parte de la *target* [*Reverse Merger Leveraged Buy-Out* (RMLBO)]. A efectos económicos, las implicaciones son, en esencia, las mismas, ya que con independencia de la manera en que se instrumente, se produce un traslado del coste de adquisición a la sociedad enajenada y posteriormente fusionada. Desde la óptica jurídica, sin embargo, algún autor ha querido observar diferencias con respecto a sus consecuencias[21]. Se ha entendido que la sociedad absorbente asume las deudas, por lo que, si nos encontramos ante un *Reverse Merger Leveraged Buy-Out*, la sociedad que se mantiene es la adquirida, que asume las deudas de la adquirente, entre las cuales se encuentran las correspondientes a la financiación de la previa compraventa de sus propias acciones. No ocurriría lo mismo —se ha considerado— en el caso del *Forward Merger Leveraged Buy-Out*, si se utiliza el argumento inverso. En consecuencia, con anterioridad a la entrada en vigor del artículo 35 LME, si no se aceptaba que la fusión apalancada constituía violación de la prohibición de asistencia financiera en todo caso, dado lo extenso del tenor de los artículos 81.1 LSA y 40.5 LSRL y, en cualquier caso, con recurso a la teoría del fraude de ley, al menos había que aceptar la de la fusión inversa por las razones aludidas.

---

del precepto, ERLAIZ COTELO, I., «La asistencia financiera y los LBOs. Tratamiento práctico para un viejo debate», *RECR*, 1 (2007), pp. 73-80, donde advierte de los riesgos de una exégesis en tales términos (p. 74), que pudiera llevar a prohibir actuaciones que no protegieran ningún bien jurídico en particular y que, sin embargo, tuviesen un fin social que fuese positivo para la sociedad. Defensores de una postura más relativa, precisamente, por las garantías ya existentes de por sí son FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (artículo 81 LSA)», *RdS*, 3 (1994), pp. 169-189, donde advierte tales conclusiones para los *Buy-outs* en las pp. 185-187. De la misma opinión es PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C., «Negocios sobre las propias acciones», en ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J.M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F., *La reforma del derecho español de sociedades de capital (reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 1987, pp. 473-630.

(20) MONTALENTI, P., *Il Leveraged, cit.,* pp. 117-128, particularmente dado que el artículo 2358 del Codice Civile contiene un ámbito de aplicación sustancialmente más reducido que el de los artículos 150 y 143.2 LSC (así como 81.1 LSA y 40.5 LSRL). En el mismo sentido, MORELLO, U., «Il problema della frode alla legge rivisitato: (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs e management buy-outs)», en AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e transformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, Giuffrè, 1990, p. 151. En términos similares, en Derecho alemán, LUDWIG, R., «Verbotene finanzielle Unterstützung im Sinne des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG ohne rechtsgeschäftliche Beteiligung der Zielgesellschaft», en HOFFMANN-BECKING, M./ LUDWIG, R., *Liber amicorum Wilhelm Happ*, Köln, Carl Heymann, 2006, pp. 131-143, particularmente, pp. 136-138.

(21) AURIOLES MARTÍN, A., «Los *Leveraged Buy-Outs* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas», *RDBB*, 51 (1993), pp. 637-680, particularmente, pp. 676-677.

Revista DBB 130.indb 117 26/09/13 10:38

Finalmente, y con el ánimo de presentar una panorámica de las posibilidades de estas operaciones apalancadas, procede hacer referencia a dos subespecies de ésta, como son el *Management Buy-Out* (MBO)[22] y el *Employee Buy-Out* (EBO)[23]. El primero consiste en la adquisición apalancada de la sociedad por parte del *Management*, el segundo, por su parte, se refiere a su compraventa por parte de los trabajadores. Mientras que sobre el primero, con la legislación antigua, había ciertas dudas de viabilidad, a saber, en el caso de que no se tratara de meros directivos, sujetos a régimen laboral, sino verdaderos administradores de la sociedad, relación mercantil que les privaría del privilegio, el del segundo parecía y parece claramente subsumible en la excepción del artículo 150.2 LSC (antiguo 81.2 LSA). La razón económica de ambos, especialmente de la primera de las subespecies, es la reducción de los costes de agencia[24], logrando «ali-

(22) Dentro de la bibliografía destacada en torno a la figura del MBO conviene hacer referencia particular a MULLERAT BALMAÑA, R., ««Management and Leveraged Buy-Outs» (adquisición de sociedades por sus propios directivos) aspectos jurídicos», *RJC*, 90-2 (1991), pp. 337-358, donde el autor analiza todos los aspectos básicos de la figura. En lo que a la problemática jurídica se refiere, hace alusión tanto a los problemas de asistencia financiera derivados del artículo 81 LSA, como a la responsabilidad de los administradores por falta de diligencia (más tarde, deberes inherentes de su cargo) en su labor (artículo 133 LSA, ahora 236 LSC). Sostiene, sin embargo, que la referencia al «personal» implica que el MBO sería lícito (pp. 42-43). Aquí se está confundiendo a los altos directivos, que sí tienen consideración de «personal», con los administradores, que a nuestro juicio, no debían ser incluidos en el viejo artículo 81.2 LSA. Dicha diferenciación la atiende MONTALENTI, P., *Il Leveraged, cit.,* pp. 132-137. Son de interés, por otro lado, los conflictos de intereses que se pueden producir en este tipo de particular subespecie, como pone de manifiesto el propio MULLERAT BALMAÑA (p. 38). Igualmente, de manera más pormenorizada, GÓMEZ ROSENDE, J. M./ TAPIA FRADE, A., «Las relaciones entre el Capital Riesgo y los equipos directivos en las operaciones de LBO. Aspectos estructurales y retributivos», *RECR*, 3 (2008), pp. 41-67. Se hace alusión a los problemas de lealtad, confidencialidad y no competencia y, en general, la diligencia en el desempeño de las funciones inherentes al cargo (pp. 48-49)

(23) Sobre el particular, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias (artículo 81.2 LSA)», *RDBB*, 47 (1992), pp. 811-846, que parte del fundamento constitucional del artículo 129.2 CE en lo referente al acceso a los medios de producción (pp. 814-815) y con posterioridad realiza una exposición de la *ratio* del precepto. Relevante sobre la cuestión es NIETO ROJAS, P., «La participación de los trabajadores en el capital social mediante operaciones de asistencia financiera. Especial referencia al artículo 81.2 LSA», *JL*, 29 (2007), pp. 83-100 que menciona los elementos que fundamentan la excepción, además, como incentivo a la mayor implicación de los trabajadores en la labor desarrollada (pp. 85 y 86). Alude a su vez a otras formas de participación que entran dentro del artículo 81.2 LSA (150.2 LSC) más allá del EBO, en particular, las *stock options*. Sobre esto último, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «*Stock options*, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas (el revés de la trama)», en SÁNCHEZ CALERO, F./ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. (Dirs.), *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a cotizaciones*, Madrid, Colex, 2003, pp. 91-127, en cuya opinión las *stock options* no serían excepcionables *de lege lata*.

(24) Son sobradamente conocidos los trabajos ya clásicos sobre los costes de agencia, tales como JENSEN, M. C./ MECKLING, W.H., «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *J. of Fin. Econ.*, 4-3 (1976), pp. 305-360, así como FAMA, E.F./ JENSEN, M.C., «Separation of Ownership and Control», *J.L. & Econ.*, 26 (1983), pp. 301-326. Más recientemente es igualmente relevante JENSEN, M.C., «Agency Costs of Overvalued Equity», *Financial Management*, 34-1 (2005), pp. 5-19.

Revista DBB 130.indb 118 26/09/13 10:38

near» los intereses de socios y de administradores[25], evitando situaciones de *moral hazard*. Los segundos, por su parte, responden, particularmente, al dictado económico-constitucional de facilitar el acceso de los medios de producción a los trabajadores (artículo 129.2 CE) y, al mismo tiempo, tienen que ver con el principio de conservación de la empresa, facilitando que los trabajadores se hagan cargo de la sociedad si no hay quien pueda hacerlo[26].

2.2. La STS de 12 de noviembre de 2012

Sentados los aspectos económicos básicos y su problema jurídico fundamental, traemos a colación una serie de resoluciones judiciales que pretenden mostrar una línea jurisprudencial adoptada por las salas enjuiciadoras del orden contencioso-administrativo respecto al *Merger Leveraged Buy-Out* en materia fiscal. Estas sentencias contienen una constante que rompe con las indicaciones realizadas por la Dirección General de Tributos en la materia, de tal modo que se separan de ella y aplican criterios mucho más estrictos. En concreto, consideran necesario entrar a valorar la razón subyacente de la fusión para determinar si existían motivos económicos válidos o, verdaderamente, se trataba de un fraude fiscal.

Los supuestos planteados en la práctica de las fusiones apalancadas tienen un elemento común que básicamente se refiere a la aplicabilidad del régimen de neutralidad fiscal (artículos 83-96 LIS). En concreto, la habitual exigencia de la entidad financiera de que la adquirente se fusione con la adquirida como garantía sustitutiva de una serie de hipotecas sobre los activos empresariales, o bien de la pignoración de las acciones enajenadas, era entendida como motivo económico válido por la Dirección General de Tributos para la configuración de la fusión y, consiguientemente, para la aplicabilidad del régimen contenido en los preceptos aludidos[27].

Por el contrario, el Tribunal Económico-Administrativo Central[28] y la Audiencia Nacional[29] han venido resolviendo asuntos de índole similar o incluso idéntica de manera sustancialmente diversa. Tanto es así que suelen considerar abusiva la aplica-

---

(25) El término «alineamiento» lo utiliza con entrecomillado SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «*Stock options*, asistencia financiera…», *cit.,* p. 94. La idea la refiere, entre otros, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Examen crítico de la justificación de la regla de precio equitativo en nuestro derecho societario y de OPA», *RMV*, 4 (2009), pp. 9-39. Particularmente se refiere a las teorías indirectas en las pp. 34-35.

(26) Lo que pudiera llegar a ocurrir, en su caso, en empresas familiares.

(27) Sentido seguido en diversas consultas de la Dirección General Tributaria, tales como V0010-04, de 27 de febrero de 2004; V0927-06, de 11 de mayo de 2006; V0065-06, de 13 de enero de 2006; V1945-07, de 19 de septiembre de 2007 y V1571-09, de 30 de junio de 2009, entre otras. Tanto VINUESA MAGNET, J., «Régimen fiscal de las fusiones apalancadas», *RECR*, 1 (2012), pp. 63-68, en concreto en la p. 66, como GUERREIRO ANTOLÍN, L./ ZAYAS, J.L., «Reestructuraciones post-compra…», *cit.,* p. 19 y CALVO VÉRGEZ, J., «Fusiones y escisiones…», cit. en la nota al pie número19 hacen alusión a otras tantas.

(28) Resoluciones de 16 de marzo de 2006, de 14 de febrero de 2008 o de 1 de junio de 2010.

(29) SSAN de 7 de mayo de 2007 (JUR\2007\192414) y 16 de febrero de 2011 (JUR\2011\77310).

Revista DBB 130.indb 119 26/09/13 10:38

ción del régimen de neutralidad fiscal en tal supuesto, en concreto, en aquellos casos en los que participan *shell companies* o sociedades puramente vehiculares y que trasciendan, a su entender, el mero concepto de la economía de opción. Ante la inexistencia de una verdadera razón económica o industrial que justifique la operación de fusión más allá del menor coste fiscal de ésta, ambos órganos, tanto el administrativo, como el judicial, optan por aplicar la cláusula antiabuso del segundo apartado del artículo 96 LIS y consideran, por tanto, que la operación no puede beneficiarse del régimen de neutralidad.

En buena medida, la argumentación jurisprudencial viene sostenida por la doctrina emanada del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, que en el asunto C-28/95, de 17 de febrero de 1997, *Leur-Bloem c. Inspecteur der Belastingdienst/ Ondernemingen Amsterdam 2*, que interpreta la cláusula antiabuso contenida en el artículo 11 de la Directiva 90/434/CEE. En particular, entiende que la inexistencia de motivos económicos válidos debe reputarse presunción de evasión o fraude fiscal, pero en modo alguno debe implicar una cláusula general que impida la aplicación del régimen de neutralidad en todo caso, incluso si existe efectivamente fraude fiscal[30]. En este sentido, cabe interpretar que lo que el TJCE pretende indicar es que se produce una inversión de la carga de la prueba, que opera por la vía de una presunción *iuris tantum* de operación que genera evasión fiscal. Así, si el administrado —la sociedad que se beneficia de la operación presuntamente fraudulenta— realiza la operación sin aparentes motivos económicos válidos, deberá probar que no lo hizo con voluntad defraudadora.

En el asunto C-126/10, de 10 de noviembre de 2011, *Foggia – Sociedade Gestora de Participações Sociais SA c. Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais*, mucho más reciente, de nuevo se trata de la interpretación del artículo 11 de la Directiva 90/434/CEE[31] y, en particular, se establece que en el caso de una sociedad filial vacía (*shell company*) utilizada dentro de un conglomerado societario y cuya función fuese meramente transmitirle pérdidas a la matriz, si ambas se fusionaban, los ahorros fiscales resultantes deben entenderse contrarios a Derecho.

---

(30) La sentencia dice así: «El artículo 11 de la Directiva 90/434 debe interpretarse en el sentido de que, para comprobar si la operación contemplada tiene como objetivo principal, o como uno de sus principales objetivos, el fraude o la evasión fiscal, las autoridades nacionales competentes deben proceder, en cada caso, a un examen global de dicha operación. Tal examen debe ser susceptible de control jurisdiccional. Conforme a la letra a) del apartado 1 del artículo 11 de la Directiva, los Estados miembros pueden establecer que el hecho de que la operación contemplada no se haya efectuado por motivos válidos constituye una presunción de fraude o de evasión fiscal. A ellos les corresponde determinar los procedimientos internos necesarios para tal fin, respetando el principio de proporcionalidad. No obstante, el establecimiento de una norma de alcance general que prive automáticamente de la ventaja fiscal a determinadas categorías de operaciones basándose en criterios como los mencionados en la respuesta a la letra a) de la segunda cuestión, tanto si se ha producido efectivamente una evasión o un fraude fiscal, como si no, excedería de lo necesario para evitar dicho fraude o evasión fiscal e iría en detrimento del objetivo perseguido por la Directiva».

(31) Que había sido parcialmente modificada por la Directiva 2005/19/CE, cuya reforma implicaba la inclusión de una referencia al traslado de domicilio internacional de la Sociedad Anónima Europea y de la Sociedad Cooperativa Europea.

Revista DBB 130.indb 120 26/09/13 10:38

Lo que ha venido a suponer la STS de 12 de noviembre de 2012 (JUR\2012\367034) es una constatación, por parte de la instancia de casación, de la corrección del criterio utilizado por la Audiencia Nacional y el Tribunal Económico-Administrativo Central en perjuicio de las decisiones de la Dirección General de Tributos.

El caso era el siguiente. Entre el 7 de mayo de 1999 y el 21 de septiembre de 2000 se llevó a cabo una operación de ingeniería societaria de envergadura. Sociedad Mediterránea Trust, S.L. constituyó la sociedad UPTRIANGLE-98, S.L., estableciéndose como socio único. Con posterioridad, aquélla enajenó las acciones de la sociedad constituida a Constructora e Inmobiliaria Gala S.A., Gavia Seguridad, S.A., Mendala, S.L. y Canford Holdings, B.V., las cuales ostentaban, en conjunto, la totalidad del capital de SEGUR IBÉRICA, S.A. Seguidamente, esta última fue adquirida al completo por UPTRIANGLE-98, S.L., para lo que solicitó un préstamo bancario. La sociedad no tenía actividad económica alguna y su único patrimonio lo constituían la propiedad de las acciones de SEGUR IBÉRICA, S.A. Una vez transformada en sociedad anónima, UPTRIANGLE-98, S.A. absorbió la sociedad que era de su propiedad y, a continuación, modificó su denominación social, tomando la de la sociedad absorbida. Dicha fusión se acogió al consabido régimen de neutralidad fiscal y, en concreto, se aplicó los beneficios consistentes en la amortización del Fondo de Comercio de fusión y la deducción de los intereses derivados del préstamo, en tanto gastos financieros, de la base imponible.

Varios son los elementos doctrinales expuestos por el Tribunal Supremo a la luz de la cuestión litigiosa indicada. En primer lugar, se plantea la cuestión de la carga de la prueba, que, como se ha mencionado, con fundamento en la jurisprudencia del TJUE, debe entenderse que se encuentra en el lado del administrado, siempre y cuando la operación de fusión, escisión o asimiladas carezca de motivos económicos válidos(32). En segundo lugar, indica la sala enjuiciadora que el supuesto no debe ser entendido como fraude de ley o conflicto en la aplicación de norma tributaria (artículo 15 LGT), sino que más bien debe considerarse como abuso de derecho del artículo 7.2 del Código Civil.

En el plano de la operación propiamente dicha, el Alto Tribunal constata que se trata de una fusión apalancada, operación —dice— ampliamente aceptada(33), que, no obstante la aprobación en determinados casos por la Dirección General de Tributos,

---

(32) Y ello —entiende el Alto Tribunal—, con independencia de que el régimen en vigor en el momento de los hechos enjuiciados no fuera el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2004, ni tan siquiera el anterior, el reformado por la Ley 14/2000, que fue la que introdujo la consabida presunción (antiguo artículo 110.2 LIS), sino que ésta no se encontraba en el tenor literal de la prohibición, pero se entiende aplicable por estar incluida en la Directiva 90/434/CEE sin necesidad de reputarse abusivo por parte de la Administración (efecto directo inverso, como argumentaba el recurrente), precisamente, por el hecho de que la Directiva permite la inclusión de la presunción o no.

A nuestro entender, la argumentación, en este último punto, pudiera haberse revisado, especialmente por el hecho de que la falta de trasposición de la Directiva no puede ser suplida por la actuación de la Administración Pública actuante, ni mucho menos por el Poder Judicial, ya que otra cosa implicaría una quiebra del principio de separación de poderes.

(33) En realidad, en el momento de los hechos enjuiciados, *de lege lata*, no estaba permitida la operación de fusión apalancada en los términos descritos en el caso traído a colación, sin perjuicio de que, *de facto*, se hiciese.

Revista DBB 130.indb 121 26/09/13 10:38

ello no debe impedir la realización de un análisis jurisprudencial casuístico, determinando en cada fusión si verdaderamente se produce la consabida vulneración de las reglas tributarias en la materia. En consecuencia, estudia los particulares hechos que en esta ocasión se le presentan y llega a la conclusión de que no se trata de motivos económicos válidos y, consecuentemente, al no probarse la no existencia de voluntad de fraude o evasión fiscal, resuelve considerar que éste se ha producido. En particular, los dos primeros elementos aducidos por el recurrente para hacer valer su tesis de existencia de motivos económicos válidos tienen que ver con la simplificación administrativa (supuesto aprovechamiento de sinergias) y el ahorro de costes, elementos ambos, habitualmente inherentes a cualquier fusión, por lo que no parece ser procedente —a juicio del Tribunal— considerarlo como tal. Por otra parte, indica el recurrente que la fusión se configuraba como una de las exigencias o condiciones suspensivas del préstamo concedido para la adquisición. El argumento, sin embargo, es desechado también por el órgano judicial, habida cuenta de su carácter tautológico: para realizar la fusión y previa adquisición se pide un préstamo para cuya concesión es imperativa una posterior fusión. Se trata, al parecer del Tribunal Supremo, de una «consecuencia obligada» y no de un verdadero motivo económico.

1.3. La SAN de 31 de enero de 2013

El caso de la SAN de 31 de enero de 2012 (JUR\2013\41090)[34] no es estrictamente el de una fusión apalancada, sino el de una escisión en la que no se aprecian motivos económicos válidos, para lo cual se toma la doctrina existente en torno al régimen de la neutralidad fiscal y a la consiguiente inaplicación de los preceptos del Capítulo VIII del Título VII de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

En particular, VIÑET, S.A. era una sociedad cuyo patrimonio estaba constituido meramente por una participación sustancial en DIAGONAL PLAZA, S.A. La participante tenía cinco socios, a saber, D.ª Graciela (31,5%), D.ª Nieves (30%), D. Miguel Ángel (21,75%), D.ª M.ª José (10%) y ARAVIDA, S.L. (6,75%). Esta última contaba, a su vez, con dos socios, cada uno de los cuales ostentaba el 50% del capital social, D. Casimiro y D.ª Carmen. Se acordó la escisión de VIÑET, S.A. en cuatro beneficiarias, ROVI 60, S.L., JUST2000, S.L., AVILLOR 50, S.L. y ARAVIDA, S.L. Los argumentos traídos a colación ante la Administración tributaria actuante tenían que ver, fundamentalmente, con razones de mal avenimiento entre los socios que podría llegar a bloquear la sociedad, así como a la reducción de costes de mantenimiento. Se entendía que, por separado, las decisiones podrían ser tomadas con mayor flexibilidad y ello generaría eficiencia en la gestión social. Sin embargo, además, se generaban las consabidas posibilidades de reducción de la base imponible.

La Audiencia Nacional hace uso de la jurisprudencia recién surgida, precisamente, de la antes mencionada STS de 12 de noviembre de 2012, que considera que

(34) De la que nos da noticia y que comenta parcialmente MIQUEL RODRÍGUEZ, J., «Fusión apalancada, y (ausencia de) motivos económicos válidos», <http://merchantadventurer.wordpress.com/>.

Revista DBB 130.indb 122 26/09/13 10:38

contiene argumentos apropiados para el caso de autos. En particular, entiende la sala enjuiciadora que la implementación de criterios de organización diferentes en razón de opiniones divergentes a la hora de gestionar la sociedad no debe reputarse motivos económicos válidos y, consiguientemente, al no probarse que no se pretendía realizar la operación con fines que no fuesen el fraude fiscal, opta por desestimar la pretensión. En cierto modo, se reafirma en la Sentencia del Tribunal Supremo, consolidando así el criterio esbozado, según el cual, es procedente un análisis integral de la operación, particularmente de sus aspectos circundantes y, siempre, de manera casuística. Si no existe motivo económico válido, se debe aplicar la ya aludida presunción *iuris tantum*.

3. FRAUDE FISCAL

La jurisprudencia que hemos traído a colación hasta el momento resuelve casos de abuso de derecho que reciben tal denominación porque se va más allá de la economía de opción[35] a la hora de aplicar la norma tributaria. Estas situaciones se producen en relación con la fiscalidad de las fusiones con ocasión de fallos del sistema. Conviene, en este punto, hacer una primera referencia a las razones de ser del régimen especial establecido en el Capítulo VIII del Título VII de la Ley del Impuesto de Sociedades, llamado como régimen especial de fusiones, escisiones, aportación de activos y canjes de acciones.

Este tipo de operaciones tiene por objeto finalidades económicas u organizativas que se sirven de la concentración para lograrlas. Las posibles sinergias que se pretenden adquirir, así como la reestructuración de determinadas configuraciones empresariales, se llevan a cabo por medio de figuras concretas, como puede ser la fusión, cuya utilización debe responder, precisamente, meramente a tales perspectivas y no a otros considerandos. Es por ello que se opta por este régimen de neutralidad fiscal, para evi-

---

(35) La economía de opción es una categoría fiscal según la cual, tal y como ha configurado tanto la jurisprudencia como la doctrina, el administrado, en este caso, obligado tributario, en caso de poder optar por una configuración del negocio jurídico que le permita tener un coste impositivo menor, no se encuentra constreñido a adoptar siempre la posición que le resulte más gravosa a él y que se antoje más beneficiosa para la Administración Pública. Solamente en el caso en que no se trate de una verdadera elección entre dos regímenes fiscales, sino que se utilice una figura inidónea para un fin económico determinado nos encontraremos fuera de dicha economía de opción y entraremos en el terreno del fraude de ley tributaria. Finalmente, el abuso de derecho se produce cuando el administrado utiliza un determinado negocio jurídico que le permite acogerse a un régimen con el que genera ahorros fiscales sin otro fin que aquél. Véase al respecto, MARTÍN QUERALT, J. et al., *Curso de Derecho Financiero y Tributario*, Madrid, Tecnos, 2009, p. 165. De manera más específica, puede acudirse a PITA GRANDAL, A.M./ ANEIROS PEREIRA, J., «La cláusula antiabuso en las fusiones desde la perspectiva comunitaria y española», *Crónica tributaria*, 144 (2012), pp. 111-148, así como la bibliografía que allí cita (p. 115). No obstante, disentimos de lo expuesto en este último trabajo (pp. 140-145) respecto a los contornos entre el antiguo fraude de ley tributaria (llamado, como hemos dicho, conflicto en la aplicación de la ley tributaria desde la LGT de 2003) y el abuso de derecho. Y es que, a nuestro entender, el supuesto que se produce en el MLBO es, precisamente, el que indica la STS de 12 de noviembre de 2012 aludida, el de abuso de derecho, ya que no hay un negocio verdaderamente «querido» para el cual se utiliza otro, sino que no hay voluntad de realizar el negocio jurídico más allá del ahorro o beneficio fiscal deseado.

Revista DBB 130.indb 123 26/09/13 10:38

tar todo incentivo o desventaja que pudiera hacer plantearse la opción de la fusión a las partes de ella desde cualquier otro punto de vista que no fuese el de mera oportunidad económica[36]. Un incentivo muy fuerte conllevaría una excesiva concentración empresarial, mientras que un obstáculo implicaría la ineficiencia empresarial y el no aprovechamiento de economías de escala. En particular, se entiende que si se produjese una fusión y se valoraran los activos a precio de mercado, siendo que en la sociedad que se extinguiese estarían contabilizados según su coste histórico[37], la diferencia entre ambos valores debería ser incluida en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades, bien de la absorbente, bien de la nueva sociedad, tal y como indica el artículo 15 LIS, en sus apartados 2d), 3 y 7. Para ello, y siempre que se cumplan los requisitos del artículo 83 LIS, se cuenta con un régimen especial que difiere la tributación por plusvalías a una posible compraventa de las acciones que tenga lugar con posterioridad. En concreto, ello supone la posibilidad de contabilizar los bienes adquiridos al valor contable que tenía la o las sociedades extinguidas (artículo 85 LIS) —según nos encontremos ante una fusión por absorción o por constitución de sociedad nueva— y, así, impedir que unas plusvalías importantes supongan un coste fiscal excesivo a la sociedad absorbente o resultante, hasta tal punto que ésta llegue a la conclusión de que no resulta procedente llevar a cabo la modificación estructural.

El régimen, como es sabido, tiene su origen en la Directiva 90/434/CEE, que viene modificada por la Directiva 2005/19/CE para la inclusión de los supuestos de traslado de domicilio de la Sociedad Anónima Europea y de la Sociedad Cooperativa Europea y que, finalmente, pasa a la Directiva 2009/133/CE. Según el artículo 83 LIS, inicial de la serie de preceptos que trasponen el Derecho comunitario derivado aludido, podrían ser fusiones a efectos fiscales de excepción y, consiguientemente, quedarían exceptuadas del régimen general, prácticamente inutilizado, del artículo 15 LIS, tanto la fusión por constitución, como por absorción o impropia. La norma tributaria coincidiría con las reglas establecidas en la legislación mercantil, en concreto, en los

(36) Así lo hace ver PÉREZ BUSTAMANTE, D., «Régimen fiscal de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Análisis de la divergencia entre la categorización tributaria procedente del Derecho Comunitario y la reciente reformada categorización mercantil», *Perspectivas del sistema financiero*, 101 (2011), pp. 19-30, quien entiende, tal y como advirtió la Directiva 90/434/CEE, que se buscaba un régimen fiscal que no estimulara ni desincentivara las operaciones de reestructuración (p. 20).

(37) A este respecto, CALDERÓN PATIER, C./ BARRUSO CASTILLO, B., «Aspectos fiscales y mercantiles de las operaciones de fusión en España», *RDM*, 285 (2012), pp. 213-229, particularmente en la p. 217. También sobre el particular, SIEIRO CONSTENLA, M.ª M., «La fiscalidad de las operaciones de reestructuración empresarial», *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 5 (2001), pp. 835-852, donde se afirma que las plusvalías derivadas de fusión no deben incluirse en la base imponibles si se encuentran sujetas al régimen especial, tal como requiere el diferimiento en la tributación (p. 840). De igual modo, LÓPEZ TELLO, J./ CREMADES SCHULZ, M., «El régimen fiscal de algunas de las novedades introducidas por la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: transformación, fusión, escisión y cesión global de activo y pasivo», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 25 (2010), pp. 46-60, quienes realizan una explicación similar (p. 49). Finalmente, JUNQUERA TEMPRANO, A., «El régimen fiscal especial de fusiones y la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles», *Estrategia Financiera*, 273 (2010), pp. 70-75, concretamente, p. 70.

Revista DBB 130.indb 124 26/09/13 10:38

artículos 22 y 23 LME[38]. Sin embargo, se generarían problemas de admisión fiscal en los diferentes supuestos relacionados en los artículos 48 a 52 LME[39], donde no siempre es aplicable la asimilación, particularmente en algunos supuestos de absorciones de entidades participadas al 90%, así como en fusiones gemelares u horizontales, así como en las inversas, por no encajar su descripción con el tenor literal del artículo 83 LIS.

3.1. La amortización del fondo de comercio de fusión

La lógica de la neutralidad fiscal del régimen de fusiones, empero, puede dar lugar a fallos o, más bien, a comportamientos abusivos que lleven a las sociedades intervinientes a beneficiarse fiscalmente con la mera voluntad de ello. En el caso del *Merger Leveraged Buy-Out*, el primer elemento a considerar es la amortización del fondo de comercio de fusión. Dado que se trata de una operación apalancada escalonada[40], es decir, con un primer negocio de adquisición y otro posterior de fusión, tras la compraventa de sociedad, pueden producirse dos situaciones, a saber, el pago de un precio inferior o superior al neto patrimonial[41]. En el primer caso, la sociedad adquirente, al realizar la consolidación contable, consignará en su neto patrimonial un resultado positivo, puesto que adquirió una sociedad infravalorada y, consiguientemente, obtuvo un beneficio. Por el contrario, en el segundo, la adquirente pagó más por la sociedad enajenada. Sin embargo, esa realidad no debe entenderse como una pérdida, habida cuenta de que se está pagando un mayor precio debido a un mayor valor que no se encuentra reflejado en los libros contables y que deriva de elementos como la clientela u otros de índole similar[42]. Al contrario que en el supuesto anterior, se consignará como activo particular en el balance a partir de un asiento en el que se cargará la mencionada diferencia en el «Debe» y se le denominará fondo de comercio[43].

---

(38) De manera pormenorizada, CALDERÓN PATIER, C./ BARRUSO CASTILLO, B., «Aspectos fiscales y mercantiles…», *cit.,* pp. 218-219.

(39) CALDERÓN PATIER, C./ BARRUSO CASTILLO, B., «Aspectos fiscales y mercantiles…», *cit.,* pp. 219-224. Sin embargo, un sector de la doctrina ha entendido que las normas mercantiles y fiscales en torno a las modificaciones estructurales deben ser entendidas de modo idéntico, partiendo de la unidad del ordenamiento jurídico. Así, PRADA LARREA, J.L., «Consecuencias fiscales del Impuesto sobre Sociedades de la nueva Ley de Modificaciones Estructurales», *Revista técnica tributaria*, 86 (2009), pp. 21-53, quien considera que debe optarse por el principio de calificación unitaria (p. 26).

(40) Los llamados *mehrstufige Erwerbsmodelle* en la terminología del Derecho alemán. Así, FLEISCHER, H., «Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs und Leveraged Buyout. §71a Abs. 1 AktG im Lichte italienischer Erfahrungen.», *AG*, 11 (1996), pp. 494-507, particularmente en la p. 501.

(41) Que surge como diferencia entre el activo y el pasivo del balance de la sociedad.

(42) Sobre el concepto de fondo de comercio, la clientela, el aviamiento y otros aspectos cuya distinción es relevante, puede verse CUTILLAS TORNS, J.M., «La transmisión de la clientela en el Derecho español», *RGD*, 668 (2000), pp. 5621-5646, así como MORRAL SOLDEVILA, R., «El régimen jurídico del fondo de comercio. Referencia al arrendamiento de empresa», *RJC*, 92-4 (1993), pp. 973-984. Finalmente, una distinción entre clientela y aviamiento se encuentra en HERNANDO CEBRIÁ, L., «La transmisión de la empresa a través de distintos contratos (Especial referencia a la Sentencia del Tribunal Supremo, de 8 de abril de 2000)», *RDM*, 242 (2001), pp. 1871-1939.

(43) Sobre las reglas de consolidación en Derecho español, desde una perspectiva práctica, SERRA SALVADOR, V. et al., *Consolidación contable de grupos empresariales*, Madrid, Pirámide, 2011.

Revista DBB 130.indb 125 26/09/13 10:38

Seguidamente, una vez producida la fusión, ese fondo de comercio operará como una plusvalía, que, al igual que el mayor valor de determinados bienes, supondrá un beneficio neto que aumenta la base imponible. En tal momento, la corrección procedente es la amortización de dicho fondo para evitar la doble imposición, tal y como dispone el artículo 89 LIS[44], aplicable en casos en que la sociedad absorbente en una sociedad hubiese adquirido previamente al menos el 5% del capital social de la sociedad *target*, supuesto que se cumple en el MLBO[45], ya que la voluntad es de adquirir el control. Iría contra los fundamentos de la lógica tributaria que se volviese a someter fiscalmente al comprador por la plusvalía generada con la fusión cuando ésta ya lo fue para el vendedor tras la compraventa de las acciones[46].

El comportamiento antijurídico se produce cuando la previa adquisición no responde a una verdadera realidad de interés económico o empresarial, sino que, por el contrario, se trata de una compraventa de una sociedad cuyo único patrimonio es la tenencia de acciones de una tercera, y es adquirida por un precio muy superior a su valor contable e incluso al de mercado, caso de que éste sea efectivamente mayor al anterior. En tal ocasión, la diferencia entre el precio pagado y su valor contable constituye la cuantía del fraude, fondo de comercio de fusión que aflorará y debiera ser, en supuestos no fraudulentos, consecuentemente, amortizado para evitar la consabida doble imposición.

3.2. La minoración de la base imponible por gastos financieros

El segundo elemento del fraude fiscal[47] que puede suponer una operación de MLBO con voluntad puramente artificiosa y que persiga ahorros tributarios es, pre-

---

Desde una perspectiva iuscomparatista entre los ordenamientos español y alemán, puede verse ZINSER, T., *Körperschaftsteuerrechtliche Behandlung nationaler Konzerne in Deutschland und Spanien. Vergleichende Betrachtung der Organschaft und des Systems der konsolidierten Besteuerung (régimen de tributación consolidada)*, München, V. Florentz, 1995, pp. 166-168.

(44) Reproducimos, a los efectos que interesan, el apartado primero del precepto: «Cuando la entidad adquirente participe en el capital de la entidad transmitente en, al menos, un 5%, no se integrará en la base imponible de aquélla la renta positiva derivada de la anulación de la participación, siempre que se corresponda con reservas de la entidad transmitente, ni la renta negativa que se ponga de manifiesto por la misma causa».

(45) Sobre los problemas de índole contable derivados de la absorción de una sociedad en la cual la absorbente hubiese adquirido previamente una participación sustancial en el capital de la absorbida, véase FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *El Derecho contable de fusiones y escisiones*, Madrid, Marcial Pons, 2008. pp. 177-179.

(46) COLMENAR VALDÉS, S., «Interrelaciones entre los aspectos mercantiles y fiscales del proceso de fusión de sociedades y figuras afines», en AA.VV., *Los regímenes especiales del Impuesto sobre sociedades*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 1996, pp. 31-56 hace referencia al tratamiento por los textos comunitarios de la problemática de la doble imposición (p. 33).

(47) Venimos utilizando la terminología «fraude fiscal» para aludir a ahorros fiscales que exceden de lo jurídicamente correcto cuando el concepto en Derecho español no está estrictamente delimitado, más allá de elementos que se aproximan al mismo, como son los indicados en la nota 36, a la que nos remitimos y, en particular, al trabajo de PITA GRANDAL, A.M./ ANEIROS PEREIRA, J., «La cláusula antiabuso…», *cit.,* pp. 140-145.

Revista DBB 130.indb 126 26/09/13 10:38

cisamente, el aspecto que le dota de singularidad a este negocio, como es el apalancamiento financiero. La deuda o préstamo que debe contraer el adquirente y posterior absorbente para comprar la sociedad *target* genera unos intereses a devolver al financiador externo. El hecho de hacer recaer el coste de la adquisición sobre la propia sociedad objetivo tiene como implicación que el repago del principal y de los consabidos intereses será de cargo de los activos de la *target*, que ahora forman un solo patrimonio con los de la adquirente, sea como sociedad de nueva creación, sea como parte de la adquirente o de la adquirida. Así, los intereses, que son gastos financieros, minorarán la base imponible del Impuesto sobre Sociedades(48).

El fraude se produce, efectivamente, cuando, como hemos mencionado, al ser la operación meramente artificiosa, a la amortización del fondo de comercio, que puede llegar a ser sustancial, se le añade el pago de unos intereses por un préstamo absolutamente sobredimensionado debido, precisamente, al mayor precio pagado por el comprador respecto al valor contable.

3.3. Criterios de interpretación: el fraude o evasión fiscal y los motivos económicos válidos

La aplicación del régimen de neutralidad fiscal tiene unos límites determinados, que vienen concretados por la cláusula antiabuso contenida en el artículo 96.2 LIS. El precepto, que trae causa de la posibilidad que otorga el artículo 15 de la Directiva 2009/133/CE, establece que ante determinadas situaciones, como las hasta ahora descritas, el Estado miembro puede entender que se están utilizando los beneficios otorgados a estas operaciones para defraudar al fisco. Así, se entiende que la sociedad pierde los privilegios de los artículos 83 y siguientes LIS, particularmente, en este caso, del artículo 89 del texto legal y pasa a tributar por el régimen general contenido en el artículo 15 LIS(49). La problemática tiene que ver fundamentalmente con la concreción de los supuestos en los que se activa la mencionada excepción.

Procediendo a la hermenéutica del artículo 15 de la Directiva 2009/133/CE, se puede advertir que la construcción del precepto se establece como cláusula absolutamente dispositiva, hasta el punto de que un Estado Miembro podría decidir no introdu-

---

(48) Para su cálculo, como se desprende del actual artículo 10.3 LIS, si se aplica la estimación directa, que tal y como se configura el fraude que estamos analizando, es la adecuada, se calculará partiendo del resultado contable modificado con las necesarias correcciones, ejemplo claro, por otra parte, de las referencias del Derecho Fiscal al Derecho Mercantil a las que se aludía al inicio. Sobre el particular es de interés VICENT CHULIÁ, F., «Aspectos Jurídico-Mercantiles de la Base Imponible en el Impuesto sobre Sociedades», *RGD*, 628-629 (1997), pp. 453-507, quien hace referencia a las remisiones que la norma tributaria realiza a la legislación mercantil y, particularmente, al Código de Comercio. En concreto, hace alusión a la problemática determinación del resultado contable y, posteriormente, de la base imponible del impuesto. Se constata, así, como indica el autor, una suerte de «dualidad conceptual» (pp. 456-457 y 472-478).

(49) En cierto modo, del «habitual» régimen especial se pasa al extraño régimen general. Sobre la relación entre régimen especial y general, véase CALDERÓN PATIER, C./ BARRUSO CASTILLO, B., «Aspectos fiscales y mercantiles…», *cit.,* pp. 216-217.

Revista DBB 130.indb 127 26/09/13 10:38

cir precepto alguno que impidiera la aplicación del régimen fiscal. Caso de hacerlo, sin embargo, parece establecerse, en primer lugar, un ámbito de aplicación que coincide con el de la totalidad de las operaciones que pueden ser objeto del régimen especial, a saber, fusión, escisión, escisión parcial, aportación de activos y canje de acciones. En segundo lugar, se condiciona la inaplicación del sistema de neutralidad a la existencia de una voluntad, que deberá ser principal o preponderante, de fraude o evasión fiscal. Se constata, en este sentido, que la *ratio* o criterio para determinar la excepción legal tendrá que ver con la frustración de la finalidad del régimen de neutralidad(50).

La exégesis del precepto hasta el punto indicado no parece tener complicación alguna. La problemática comienza con el estudio del segundo inciso del apartado a), que advierte que se podrá establecer como presunción de voluntad de fraude o evasión fiscal la inexistencia de motivos económicos válidos, entre los cuales se mencionan la reestructuración o la racionalización de actividades sociales. Dicha alusión debe entenderse como mera enumeración enunciativa y en modo alguno como *numerus clausus*, ya que otra interpretación conduciría a la convicción de que se está restringiendo la posibilidad de obtener los beneficios tributarios —y, por tanto, de evitar los obstáculos fiscales sabidos— a fusiones que tengan por objeto determinados motivos económicos (los descritos) y no cualquier motivo económico en general. Sin embargo, la mayor dificultad viene a causa de la presunción, que se nos antoja *iuris tantum*, puesto que, en otro caso, el obligado tributario quedaría en absoluta indefensión judicial caso de haber realizado una operación de las características aludidas en las que no hubiese motivos económicos estrictos, pero quizá sí de otra índole(51) que, no obstante, no tuviese como objetivo el fraude o evasión fiscal.

La norma española utiliza la opción específica, pero, sin embargo, difiere en un aspecto sustancial. De la literalidad del texto se infiere que el artículo 96.2 LIS, en su segundo inciso, incluye una presunción, ésta, *iuris et de iure*, ya que utiliza la cláusula «*en particular*», advirtiendo de que todas las operaciones del tipo mencionado que no se realizaran sin motivos económicos válidos deberían ser interpretadas como pretendidamente fraudulentas y, consiguientemente, perderían los privilegios del régimen especial de fusiones(52). Sin embargo, muy probablemente debería ser entendido el

(50) En este sentido, PITA GRANDAL, A.M./ ANEIROS PEREIRA, J., «La cláusula antiabuso…», *cit.,* pp. 127-128.

(51) Pudiera ser una escisión a la que se llegase por falta de avenencia entre los diferentes herederos de una sociedad. Las sociedades beneficiarias de una posible escisión, operación que entra en el ámbito de aplicación de la norma, pudieran ser menos eficientes que lo serían de manera conjunta, por lo que no habría motivos económicos válidos, pero tampoco constituiría una operación que buscase el fraude o la evasión fiscal.

(52) Se han constatado divergencias en este punto en la doctrina tributaria. Si SANZ GADEA, E., «Medidas antielusión fiscal», *Documentos del Instituto de Estudios Fiscales*, 8 (2009), pp. 1-312, entiende que debe ser configurado como supuesto particular o independiente, incluso diferente del fraude fiscal (pp. 239-249), así como en sentido similar, SANZ GADEA, E., «Novedades introducidas en la normativa del Impuesto sobre Sociedades por las Leyes 13/2000 y 14/2000», *Revista de Contabilidad y Tributación*, 215 (2001), p. 99, PALAO TABOADA, C., «Los «motivos económicos válidos» en el régimen fiscal de las reorganizaciones empresariales», *Estudios financieros*, 235 (2002), pp. 63-110, por el contra-

Revista DBB 130.indb 128 26/09/13 10:38

precepto en el mismo sentido que la Directiva, de manera que el legislador meramente ejercitaría la opción de inclusión de la limitación del régimen de neutralidad, pero no lo haría más estricto o exigente que lo indicado en el propio texto comunitario. Otra exégesis resultaría contraria al bien jurídico que el régimen de neutralidad fiscal pretende, precisamente, tutelar.

Descendiendo a la interpretación de los dos criterios —el general y el especial— que expone el texto legal, el primero, el del fraude, resulta un tanto etéreo en Derecho español, como se ha indicado, pero, a nuestro entender, y siguiendo la tendencia jurisprudencial, debemos inclinarnos por la perspectiva del abuso de derecho y no por el conflicto en la aplicación de la norma tributaria. Esta segunda respondería, por el contrario, al concepto de evasión fiscal, como ha puesto de manifiesto la mejor doctrina(53).

Por lo que se refiere al segundo, los motivos económicos válidos(54), a nuestro entender, lo que indica el criterio jurisprudencial y, más allá, lo que debe entenderse del texto, es que en su indicación no se debe caer ni en la obviedad ni en la tautología, de manera que los motivos sean particulares o concretos y, por añadidura, no respondan a la lógica intrínseca de las fusiones, sino que vayan más allá de la esencia de éstas. No tendría sentido adjetivar como «válidos» a los motivos económicos si se permitiese cualquiera de ellos, incluso los que fueran consecuencia lógica de la operación de fusión.

4. FRAUDE MERCANTIL

El que hemos convenido en denominar como fraude mercantil, como se ha indicado, responde a un conglomerado de situaciones que implican algún detrimento patrimonial en agentes económicos cuyos intereses se pretenden tutelar. En particular, se trata de los acreedores y de los socios minoritarios. El *Merger Leveraged Buy-Out*, si se revela como operación societaria fraudulenta en determinados casos, ha sido objeto de interdicción, parcial o total, por algunas reglas imperativas del Derecho de Sociedades. Así, la prohibición de asistencia financiera, originariamente esbozada de manera estricta en la legislación inglesa(55), pasó a la 2.ª Directiva de Sociedades (Di-

---

rio, considera que la referencia del legislador es meramente enunciativa. A nuestro entender, más allá de un supuesto autónomo o un ejemplo, se trata de un supuesto particular, por lo que la discusión debería ir en el sentido de la existencia de una presunción *iuris tantum* o *iuris et de iure*. Entre ambas, como se ha dicho, quizá el tenor literal lleve a entender que debe ser la segunda la respuesta correcta. Sin embargo, una interpretación acorde con la norma europea y, en particular, con la voluntad del legislador de que no se limiten las decisiones empresariales, lleva a entender que dicha presunción meramente operará como una inversión de la carga de la prueba y no como elemento definitivo.

(53) Perspectiva acogida por PALAO TABOADA, C., «Los "motivos económicos válidos"…», *cit.,* p. 67.

(54) Ampliamente, PALAO TABOADA, C., «Los "motivos económicos válidos"…», cit.

(55) Se encontraba en términos prácticamente absolutos, con cláusula de cierre y con referencia tanto a la adquisición (sección 45 de la *Companies Act* 1929), como, posteriormente, a la suscripción (sección 54 de la *Companies Act* 1948) y así se pretendió que se integrara en la Directiva 77/91/CEE, donde, no obstante, fue incorporada de manera parcial, aunque considerablemente amplia. Véase al respecto,

Revista DBB 130.indb 129 26/09/13 10:38

rectiva de capital o Directiva 77/91/CEE) con referencia a anticipos de fondos, a concesión de préstamos y a utilización de garantías. En Derecho español, sin embargo, al contrario que en la mayoría de los ordenamientos continentales(56), se optó por un régimen estricto similar al originariamente contenido en la norma societaria inglesa primigenia.

El bien jurídico protegido por la norma, generalmente considerado como el mantenimiento del capital como garantía frente a acreedores, así como la protección de los socios minoritarios, ha sido muy cuestionado por la doctrina por dos razones fundamentalmente. En primer lugar, por el hecho de que el régimen de autocartera bien podría ser utilizado por sí solo para tutelar los intereses de los grupos aludidos en relación con el capital. En segundo lugar, y a consecuencia de lo anterior, difícilmente puede hablarse de tutela del capital cuando nos encontramos ante un régimen tan amplio(57).

Bajo este régimen, el contenido en los antiguos artículos 81 LSA(58) y 40.5 LSRL, cualquier forma de *Leveraged Buy-Out* resultaba contraria a Derecho(59), a no ser que el apalancamiento se lograra a través de un préstamo de terceros y el coste de la devolución del mismo recayese en la propia adquirente de manera estricta. Esto era así, puesto que la cláusula de cierre indicaba que cualquier facilitación de asistencia financiera entraba dentro de tal interdicción si tenía por objeto la adquisición de acciones propias por un tercero. Así, en los supuestos en los que la financiación se obtenía de la propia *target*, no había duda de su ilicitud, puesto que suponía un «*anticipo de fondos*» o incluso una «*concesión de préstamo*». Por su parte, en el supuesto de que fuese de un tercero la financiación, como anunciábamos al inicio del presente estudio, la posterior fusión haría recaer el coste del repago de la deuda en la propia sociedad adquirida, por lo que se trataría, bien de ese otro «*tipo de asistencia financiera*», bien de una «*garantía*», siguiendo la teoría del fraude de ley expuesta con anterioridad.

INSTONE, R., «Section 54 and All That», *JBL*, 24 (1980), pp. 99-108, así como MAGNER, E., «The Power of a Company to Purchase Its Own Shares: A Comparative Approach», *Company and Securities Law Journal*, 2 (1984), pp. 79-120 o SCHROEDER, U., *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs*, Köln, Carl Heymann, 1995, pp. 20-43.

(56) Fundamentalmente, en el Derecho italiano y alemán, donde el régimen reproducía estrictamente lo indicado en la Directiva 77/90/CEE, particularmente, en el artículo 2358 Codice Civile y en el § 71a AktG.

(57) De esta opinión es LÓPEZ MATEO, A., «Asistencia financiera…», *cit.,* pp. 562-566.

(58) En este sentido, GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A., «Artículo 81» en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J.M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 850-859, quien considera que la enumeración realizada en el precepto comentado es puramente enunciativa y que no implica que sólo constituyan asistencia financiera los tres elementos indicados, sino que, por el contrario, el artículo contiene un *numerus apertus* (pp. 853-854). PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C./ PERDICES HUETOS, A.B., «Artículo 81», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C./ PERDICES HUETOS, A.B., *Negocios sobre las propias acciones*, IV, Civitas, Madrid, 2003, en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, Madrid, 2003, pp. 381-494 sostienen la misma posición (pp. 405-407).

(59) FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C., «La prohibición de asistencia financiera…», *cit.,* p. 630.

Revista DBB 130.indb 130 26/09/13 10:38

Es por ello que la Directiva 2006/68/CE, al modificar el artículo 23 de la Directiva 77/91/CEE relajaba el sistema, lo que se dejaría ver en ciertos ordenamientos, aunque de manera muy diversa (no precisamente en los mismos términos que la Directiva)[60] y no necesariamente con posterioridad a la publicación de la norma comunitaria, sino de manera coetánea e incluso precedente. En España, se aplicaría el régimen de la fusión apalancada, introducido a través de la LME, que en su artículo 35 establece la legitimidad de la figura *per se*[61] en determinados supuestos y su permisividad casuística en otros[62]. Lo cierto es que, precisamente a raíz de este precepto, la delimitación entre MLBOs que deban reputarse lícitos y aquellos otros que no, se hace quizá más compleja o aun sutil, entrando en juego elementos puramente económicos que se plasmarán en los diferentes documentos exigidos para la fusión. Así las cosas, no obstante, conviene determinar cuáles son, en términos jurídicos, tanto los posibles fraudes, como los criterios interpretativos para dilucidar las soluciones correctas en Derecho.

4.1. Impago de acreedores

El primer problema que se puede plantear en sede mercantil con ocasión de un MLBO tiene que ver con la mayor dificultad de cobro de sus deudas que tendrán los acreedores ordinarios[63]. Si la operación de compraventa financiada no tiene una base en la posibilidad de generación de *cash flow* de la sociedad *target* o de surgimiento de sinergias entre esta última y la adquirente, la devolución del principal del préstamo y de los intereses no podrá tener lugar por falta de liquidez y podrá llegarse al *default* y, consiguientemente, entrar en un procedimiento concursal.

Llegados al concurso, los posibles derechos reales de garantía —sea pignoraticia o hipotecaria— que otorguen mayores posibilidades de cobro a los acreedores que las hayan utilizado, en razón del privilegio especial del artículo 90.1.1 de la Ley 22/2003,

---

(60) En Derecho inglés (*Companies Act* de 2006) se flexibilizó el régimen para la sociedad de responsabilidad limitada, que no era ni tan siquiera destinataria de la Directiva 77/91/CEE. Con anterioridad, en las *Companies Acts* de 1981 y 1985 se exceptuaron de la prohibición aquellos negocios que tuviesen un objetivo más allá de la mera asistencia financiera («*larger purpose*») o que hubiesen sido realizados de buena fe («*good faith*»). En Derecho alemán, *MoMiG* (*Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen*) incluyó sendos incisos en los §§ 57 y 71a AktG de manera que exceptuó la prohibición de asistencia financiera entre sociedades del mismo grupo. Finalmente, en Italia se estableció un sistema de control casuístico de los supuestos de fusión apalancada (artículo 2501 bis Codice Civile), en el que se inspiraría el legislador español.

(61) Así parece colegirse del precepto aludido en aquellos supuestos en los que, por ejemplo, la financiación sea adquirida con más de tres años de antelación al procedimiento de fusión (lo que, por otro lado, resulta bastante sorprendente si se considera que existe un nexo causal entre dicha deuda contraída y la posterior fusión). En tal sentido, LÓPEZ MATEO, A., «Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009 (II)», *RDM*, 273 (2009), pp. 835-892, quien realiza tales consideraciones (pp. 842-849).

(62) LÓPEZ MATEO, A., «Asistencia financiera…», *cit.,* p. 841.

(63) Entendemos por ordinarios todos aquellos que no sean el financiador de la operación apalancada.

Revista DBB 130.indb 131 26/09/13 10:38

Concursal, juegan un papel esencial. Si el crédito del MLBO hubiese sido protegido mediante una hipoteca sobre determinados activos o, incluso, a través de una prenda de las acciones adquiridas, caso de un *share deal*(64), nos encontraríamos ante una situación en la que el acreedor cuyo crédito hubiese sido contraído con anterioridad a la operación apalancada podría ver frustrado su cobro. Diferente sería el supuesto en el caso de que la fusión apalancada hiciese las veces de garantía, pero no se constituyese una hipoteca o una prenda. En tal caso, el impago de los acreedores también se podría llegar a producir, pero tal vez sólo en parte, habida cuenta de que todos los créditos concurrirían al concurso como ordinarios, por lo que se les aplicaría el principio de la *par conditio creditorum*. Meramente se constataría un aumento de los créditos, por lo que se reduciría la parte proporcional de cobro.

En tales casos, es posible tomar en consideración algunas posturas. Según la primera, pudieran utilizarse los criterios contenidos en la normativa concursal relativos a la acción rescisoria(65) del artículo 71 LC(66), considerando que la fusión apalancada no tenía un plan de viabilidad suficiente, incluso habiendo sido expuesta por el informe de administradores y, posteriormente, controlado por los expertos independientes. Siendo esto así, sería necesario estudiar los requisitos del precepto. De entrada, el posible perjuicio para los acreedores debería haberse producido en el plazo de dos años(67) desde la operación de fusión. A nuestro juicio, el *dies a quo* debería ser el del acuerdo de fusión (artículo 40 LME), que es cuando ambas sociedades quedan definitivamen-

---

(64) En Derecho español se permite, tal y como indica el artículo 35 LME, tanto la adquisición a través de las acciones o mediante la compra de activos.

(65) Concretamente, muy similar a la acción pauliana del artículo 1111 CC. Un estudio sobre sus orígenes históricos puede encontrarse en LEÓN SANZ, F.J., «La finalidad y la estructura de la acción rescisoria. Parte I. Evolución histórico-comparada», en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, 3, Madrid, Marcial Pons, 2007, pp. 1905-1950.

(66) Esta posibilidad ha sido planteada por algunos autores, particularmente, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J./ FERNÁNDEZ TORRES, I., «Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del artículo 35 LME)», *RDCP*, 14 (2011), pp. 109-133, quienes entienden que, pese a la imposibilidad de impugnación establecida por el artículo 47 LME, el propio precepto hace referencia a la realización de la fusión con observancia de la normativa sobre fusiones, por lo que parece lógico entender que hay determinados aspectos que quedan fuera del ámbito sanatorio del artículo en cuestión, particularmente, aquellos que no permitiesen el control por parte del Registrador Mercantil. En sentido similar, CERDÁ ALBERO, F., «*Leveraged Buy-Out* y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo», en TRÍAS SAGNIER, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 301-336, así como BEIGVEDER MONTERO, A., «Fusión apalancada, rescisión concursal y proyecto de Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles», *RDCP*, 10 (2009), pp. 361-367. Sobre el artículo 47 LME y sus implicaciones, puede verse MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, 2010, pp. 263-312.

(67) En el supuesto de persona vinculada, el precepto, que toma la idea del apartado segundo del § 133 InsO alemana, dicho plazo resulta inaplicable y, consecuentemente, la acción no es rescindible si la otra parte desconociese la voluntad dolosa del deudor para con los acreedores. Al respecto, KIRCHHOF, H-P., «§ 133», en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R., *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C. H. Beck, 2008, pp. 662-689.

Revista DBB 130.indb 132 26/09/13 10:38

te obligadas por el negocio(68). Pero en cualquier caso, habría que determinar qué tratamiento habría que darle, especialmente a efectos de la carga de la prueba(69). Desde luego que no se trataría de uno de los supuestos de presunción de perjuicio *iuris et de iure* (71.2 LC), pero nada obsta para encuadrarlo en el caso de presunción *iuris tantum* del artículo 71.3 LC, habida cuenta de que se trata de una fusión entre dos sociedades, una de las cuales tiene una participación, probablemente, superior al 10%(70). Por tanto, la problemática se desplazará, necesariamente, hacia la probanza de un perjuicio(71) al acreedor provocado por la operación de MLBO.

Según la segunda, pudiera plantearse o entenderse que el artículo 35 LME entiende de que estamos ante una suerte de test de solvencia, habida cuenta de las exigencias del informe de administradores y del homónimo de los expertos independientes, que requieren una exposición de los plazos y del plan de repago de deuda, así como, en el segundo caso, un juicio de razonabilidad sobre los mismos. En cierto sentido, pudiera considerarse, consecuentemente, que, al menos parcialmente, el hecho de requerir ciertas posibilidades de liquidez de la sociedad absorbente o resultante de la fusión pudiera tener la consideración aludida. Y decimos parcialmente porque realmente debe tratarse de los activos afectos a las contraprestaciones procedentes y no de la totalidad de la sociedad(72). El planteamiento, no obstante, no deja de ser singular y se separa de

---

(68) En este sentido, MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión*, *cit.,* p. 181, así como EMBID IRUJO, J.M., «Artículo 240», en ARROYO MARTÍNEZ, I./ EMBID IRUJO, J.M./ GÓRRIZ LÓPEZ, C., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, pp. 2298- 2311, particularmente, p. 2299.

(69) Sobre el particular, SANCHO GARGALLO, I., «Reintegración de la masa del concurso: Aspectos sustantivos de la acción rescisoria concursal», *RJC*, 103-4 (2004), pp. 1121-1152, particularmente la explicación contenida en las pp. 1141-1142.

(70) En este sentido, CERDÁ ALBERO, F., «*Leveraged Buy-Out* y situaciones concursales…», *cit.,* p. 311, donde argumenta esta postura desde el punto de vista a partir de una exposición de la configuración de la acción rescisoria concursal y de cierta jurisprudencia emanada. Sobre la persona relacionada, GULLÓN BALLESTEROS, A., «La acción rescisoria concursal», en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: libro homenaje a Manuel Olivencia*, 4, Madrid, Marcial Pons, 2005, pp. 4125-4135, particularmente en la p. 4128. La institución de la persona especialmente vinculada también se extrae del Derecho alemán, concretamente, del § 138 InsO. Sobre la cuestión, SODOLKOWITZ, H.D./ BERGMANN, A., «§ 138», en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R., *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C.H. Beck, 2008, pp. 789-802.

(71) Sobre la cuestión del perjuicio, véase, ESCRIBANO GÁMIR, R.C., «El perjuicio en la acción rescisoria concursal», *ADCo*, 10 (2007), pp. 7-59, quien hace especial referencia a la posibilidad de que no exista perjuicio en los supuestos de «presunciones relativas» y, precisamente por ello, el legislador ha optado por no establecer una presunción *iuris et de iure*, ya que al tratarse de un negocio oneroso y no lucrativo, resulta más que probable que se produzca, incluso, un beneficio para el acreedor, lo que, sin embargo, muy probablemente sea especialmente difícil de probar. También es relevante el trabajo de MARTÍN REYES, M.A., «El perjuicio como fundamento de la acción rescisoria concursal», *RDCP*, 12 (2010), pp. 167-196.

(72) El test de solvencia ha sido tratado de manera prolija entre los autores norteamericanos y alemanes. Por lo que se refiere a los primeros, particularmente claro es ENRIQUES, L./ MACEY, J.R., «Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules», *Cornell L. Rev.*, 86-6 (2001), pp. 1165-1204. En cuanto a los segundos, resulta especialmente de interés ENGERT, A., «Solvenzanforderungen als gesetzliche Ausschüttungssperre bei Kapitalgesellschaften», *ZHR*, 170

Revista DBB 130.indb 133 26/09/13 10:38

la tradicional perspectiva de protección de los acreedores sociales a través de la obligación de mantenimiento de un determinado montante de capital. Sin embargo, ello no debe implicar su condena por contradicción con el texto comunitario, sino antes bien, el estudio de su posible compatibilidad.

En este sentido, la doctrina alemana ha considerado que determinados preceptos dentro del Derecho de Sociedades incorporaban, mal que de manera encubierta, una exigencia de prognosis[73] sobre las posibilidades de repago de deudas a partir de un estudio temporal de la estructura de flujos netos de caja. Se trata, en particular, de los § 64 GmbHG y § 18.2 InsO. En el primero nos encontramos ante una responsabilidad del administrador por imposibilidad de repago o por sobreendeudamiento. Se dice que «*Die gleiche Verpflichtung trifft die Geschäftsführer für Zahlungen an Gesellschafter, soweit diese zur Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft führen mussten, es sei denn, dies war auch bei Beachtung der in Satz 2 bezeichneten Sorgfalt nicht erkennbar*» [«La misma obligación es aplicable al administrador por pagos a los socios cuando éstos condujesen a la insolvencia de la sociedad, a no ser que esto no pudiese ser advertido con la correspondiente diligencia a la que se refiere el inciso segundo»]. Dicho inciso segundo reza del siguiente modo: «*Dies gilt nicht von Zahlungen, die auch nach diesem Zeitpunkt mit der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmanns vereinbar sind*» [«Esto no es aplicable a pagos que en ese momento temporal hubiesen sido realizados con la diligencia de un ordenado comerciante»]. Se ha entendido que existe una obligación de planteamiento de las futuras posibilidades de medios líquidos[74]. Lo mismo

---

(2006), pp. 296-335, así como JUNGMANN, C., «Solvenztest versus Kapitalschutzregeln. Zwei Systeme im Spannungsfeld von Gläubigerschutz und Finanzierungsfreiheit der Kapitalgesellschaft», *ZGR*, 25 (2006), pp. 638-682. Ampliamente, MARX, P., *Der Solvenztest als Alternative zur Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2006, monografía surgida en el momento de la discusión en torno a la reforma de la Segunda Directiva de Sociedades. De manera crítica, MÜLBERT, P., «Zukunft der Kapitalaufbringung/Kapitalerhaltung», *Der Konzern*, 3 (2004), pp. 151-170. Entre nosotros, GUASCH MARTORELL, R., «La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual a la infracapitalización de las sociedades», *RDM*, 234 (1999), pp. 1489-1515, particularmente en las pp. 1500-1503. Además, de especial interés es el clásico trabajo de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C., «Sobre la infracapitalización de las sociedades», *ADC*, 36-4 (1983), pp. 1587-1640.

(73) Así lo advierte MARX, P., *Der Solvenztest als Alternative, cit.,* pp. 181-182, así como pp. 190-198. En concreto, en la parte de la monografía en la que presenta sus propuestas *de lege ferenda*, el autor manifiesta lo siguiente: «*Die Ausschüttungsregulierung erfolgt im Rahmen des Solvenztests durch zukunftsorientierte Cash-Flow-Prognosen, die auf Grund eines Finanzplans vorgenommen werden. […] Diese solide Anleitung für eine Durchführung des Solvenztests stellt sicher, dass eine Cash-Flow-Prognose genügend Gläubigerschutz bietet. Dabei sollten aber auch Ereignisse und Sachverhalte in die Betrachtung mit einbezogen werden, die die künftige Zahlungsfähigkeit in Frage stellen, was der gängingen Praxis in Neuseeland und den USA entspricht*» [«La regulación sobre reparto tiene lugar en el marco del test de solvencia a partir de prognosis de *cash-flow* orientadas hacia el futuro que se efectúan en virtud de un plan financiero. [...] Esta orientación sólida para un desarrollo del test de solvencia asegura que una prognosis de *cash-flow* otorga suficiente protección a los acreedores. En su realización, sin embargo, deberían ser tenidos en cuenta acontecimientos y circunstancias que pudieran cuestionar la solvencia futura, lo cual es práctica de uso corriente en Nueva Zelanda y los EEUU»] (p. 194).

(74) MÜLLER, H-F., «§ 64», en FLEISCHER, H./ GOETTE, W., *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbHG*, München, C.H. Beck, 2011, pp. 628-699, en concreto, p. 685.

Revista DBB 130.indb 134 26/09/13 10:38

parece desprenderse del tenor del segundo de los preceptos aludidos, cuya literalidad es la que sigue: «*Der Schuldner droht zahlungsunfähig zu werden, wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen*» [«Existe una amenaza de que el deudor será insolvente, cuando previsiblemente vaya a encontrarse en una situación en la que no pueda hacer frente a las obligaciones de pago en el momento de vencimiento»]. El adverbio «previsiblemente» parece exigir una perspectiva futura, de tal manera que parece producirse un cierto requerimiento de consideración de la generación progresiva y venidera de *cash flow*(75).

Si entendemos que los dos elementos característicos de un requerimiento de prognosis, que sería, en opinión de la doctrina alemana aludida, el primer paso hacia un verdadero test de solvencia de las sociedades, son el plazo en el que los repagos de deuda han de ser considerados, de un lado, y el *cash flow* necesario para afrontarlo, de otro, la coincidencia con el tenor de los requerimientos del artículo 35 LME es palmaria(76). El legislador, a la hora de describir el contenido del informe de los administradores, ha puesto el acento en ambos aspectos en relación con el plan de repago de la deuda(77).

4.2. Eliminación de un competidor

El segundo de los posibles efectos perversos de la fusión apalancada lo constituye la desmantelación (*asset stripping*) de la sociedad *target* que pudiera llegar a tener lugar en un momento de falta de liquidez. En tal caso, se perjudicaría especialmente a los socios minoritarios que serían, al fin y al cabo, los afectados y aquellos cuyo bien jurídico debería ser tutelado(78). Parece procedente diferenciar entre los diversos supuestos que pueden llegar a acontecer. De entrada, cabría tener en cuenta los casos dolosos, es decir, en los que se buscara de manera estricta la eliminación del competidor.

---

(75) DRUKARCZYK, J., «§ 18», en KIRCHHOF, H-P./ LWOWSKI, H-J./ STÜRNER, R., *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München, C.H. Beck, 2007, pp. 446-463, particularmente, pp. 450-458.

(76) Entre los autores alemanes, y sin perjuicio de que en su ordenamiento no existe un precepto similar al artículo 35 LME, destaca alguna interpretación coincidente con estos postulados. Se trata de TASMA, M., *Leveraged Buyout und Gläubigerschutz*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2012, pp. 426-438, quien plantea la construcción de un test de solvencia como elemento de protección de los acreedores en las operaciones de *Leveraged Buy-Out*. En su opinión, debería establecerse en dos etapas, siendo la prognosis de liquidez la primera (corto plazo) y la de rentabilidad (largo plazo) la segunda.

(77) De ser acogida esta propuesta, podrían derivarse interesantes consecuencias en lo que a la exigencia de diligencia por parte de los administradores se refiere. En particular, la realización de una prognosis sin el correspondiente esmero pudiera resultar un asidero para advertir la consabida imputación jurídica de unos resultados dañosos a partir de los cuales se pudiera exigir responsabilidad a los administradores (artículo 225 LSC).

(78) ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Fusión apalancada…», *cit.,* pp. 130-131. Considera que los intereses de los socios minoritarios quedan suficientemente tutelados sin necesidad de acudir a la prohibición de asistencia financiera.

Revista DBB 130.indb 135 26/09/13 10:38

Más allá, la liquidación sistemática de activos podría tener lugar por negligencia y, finalmente, podría acaecer por fuerza mayor, esto es, derivada de un brusco cambio en la demanda que impidiese repentinamente el cumplimiento del proyecto de generación de *cash flow* y consiguiente repago de la deuda.

El tratamiento a tener en cuenta en cada caso es diverso. Comenzando por el último, se podría plantear la utilización de la cláusula *rebus sic stantibus*, doctrina jurisprudencial asentada por el Tribunal Supremo en sede específicamente contractual, pero no incorporada por el legislador por el momento(79). Ante esta situación, en el mercado de las tomas de control y, en general, en de las operaciones de compraventa de sociedades, resulta habitual la utilización de las llamadas cláusulas MAC, como elementos integrantes de los contratos. Se trata de las siglas de *Material Adverse Change* y tienen por objeto las compensaciones económicas o, incluso, retroacción del contrato, ante modificaciones de la realidad exterior. Su tratamiento entre la doctrina patria ha sido prácticamente inexistente(80), pero ha tenido consideraciones interesantes entre los autores extranjeros(81).

Por lo que respecta a los supuestos dolosos o culposos, desde luego serían contrarios a la prohibición de asistencia financiera y, consiguientemente, no podrían quedar amparados por el artículo 35 LME, como se expone a continuación. La imposibilidad de impugnar la fusión (artículo 47 LME) o de rescindirla por ser contraria a la masa activa (71.3 LC)(82) al no tratarse de acreedores o de exigir responsabilidad a los administradores, deja ostensiblemente desprotegidos a los socios minoritarios, por lo que no resulta del todo adecuado no dispensarles la protección de la prohibición de asistencia financiera. Es más, *de lege lata*, y dado el tenor de los artículos 143.2 y 150 LSC, salvada la excepción del artículo 35 LME, parece que tal debe seguir siendo el criterio. Pudiera argumentarse que queda todavía la responsabilidad de los adminis-

---

(79) Existe, no obstante, una propuesta de modificación del Código Civil que la incorporaría. Sobre la cuestión, SALVADOR CODERCH, P., «Alteración de circunstancias en el artículo 1213 de la Propuesta de Modernización del Código Civil en materia de Obligaciones y Contratos», *InDret*, 4 (2009). En Derecho alemán, sin embargo, sí que se incluyó en el § 313 BGB con ocasión de la Reforma del Derecho de Obligaciones de 2002.

(80) A salvo el muy reciente trabajo de GILI SALDAÑA, M.A., «Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas», *InDret*, 1 (2013), quien trata con prolijidad la importancia que han tenido en el ordenamiento norteamericano y estudia las funciones de determinación de la calidad, asignación de riesgos e incentivo a determinadas inversiones.

(81) Así, HOPT, K.J., «MAC-Klauseln im Finanz- und Übernahmerecht», en BITTER, G. et al. (Eds.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2009, pp. 681-704. También, KINDT, A./ STANEK, D., «MAC-Klauseln in der Krise», *BB*, 65-25 (2010), pp. 1490-1495.

(82) En Derecho alemán, sin embargo, tal y como han construido las recientes opiniones doctrinales a partir de la sentencia *Trihotel* (BGH Urt. v. 16. 7. 2007 – II ZR 3/04), en la sociedad de responsabilidad limitada, donde no existe un precepto que contenga prohibición de asistencia financiera, en caso de dolo, el socio minoritario puede dirigirse, de igual modo que un acreedor, contra el socio mayoritario por *Existenzvernichtungshaftung* de conformidad con el artículo 30 GmbHG. Sobre la cuestión, EKKENGA, J., «§ 30», en FLEISCHER, H./ GOETTE, W., *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbHG*, München, C. H. Beck, 2010, pp. 2066-2205, particularmente, p. 2085.

Revista DBB 130.indb 136 26/09/13 10:38

tradores, desde luego posible *ex* artículo 236.2 LSC, pero bastante improbable habida cuenta de la utilización de mayorías reforzadas en el acuerdo de fusión[83]. No parece descabellado, de cualquier modo, optar por una aplicación de la consabida interdicción de asistencia financiera.

4.3. Criterios interpretativos

Si la prohibición de asistencia no es superflua, como pudiera llegar a considerarse, en el caso del MLBO, ya que, al menos, los socios minoritarios de la *target* necesitan quedar tutelados —y, en cierto modo, los acreedores, pese a la posibilidad de la regulación concursal, también—, procede delimitar los supuestos de hecho que deban reputarse ilícitos, por ser contrarios a la interdicción. Atendamos, por tanto, al juego de los artículos 143.2 y 150 LSC, así como al art. 35 LME.

A) La prohibición de asistencia financiera

La prohibición de asistencia financiera contenida en los preceptos aludidos incluye, como es sabido, una enumeración de tres posibles supuestos en los que se produce el consabido auxilio y una cláusula general o de cierre en la cual se incorporarían las demás posibilidades, de manera que, a semejanza del Derecho inglés, en su primigenia versión (sección 54 de la *Companies Act* de 1948), se pretende abarcar un terreno absolutamente ingente. De esta manera, no cabe entender, pese a algunas interpretaciones jurisprudenciales o doctrinales[84], que el precepto deje algún resquicio más allá del contenido en el artículo 35 LME, configurada como verdadera *lex specialis*.

Conviene, sin embargo, tomar en consideración los postulados realizados por la exigua jurisprudencia existente en la materia, en particular, los argumentos contenidos en el relativamente reciente Auto de la Audiencia Provincial de Madrid, de 9 de enero de 2007 (AC\2007\1160)[85]. En tal caso, se trataba de una OPA lanzada por GAS NATURAL sobre ENDESA, para la compra de cuyas acciones le había sido concedido a la adquirente un préstamo sindicado en el que participaban USB INVESTMENT BANK, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE y LA CAIXA. El mismo día que se anunció la voluntad de toma de control, GAS NATURAL firmó un acuerdo con IBERDROLA por el que le vendería algunos activos de la sociedad adquirida para la devolución del préstamo en cuestión.

---

(83) Opinión que compartimos, aunque no con el mismo fin argumentativo, con ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Fusión apalancada…», *cit.,* p. 131.

(84) Entre otros, TRÍAS SAGNIER, M., «La problemática de asistencia financiera», en TRÍAS SAGNIER, M. (Coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 155-176.

(85) Comentada por MINGOT AZNAR, M., «La prohibición general de asistencia financiera del artículo 81.1 LSA en las operaciones apalancadas. A propósito del Auto de la Sección 28.ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007», *RdS*, 28 (2007), pp. 371-379 y analizada con considerable minuciosidad por ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Fusión apalancada…», *cit.,* pp. 133-134.

Revista DBB 130.indb 137 26/09/13 10:38

No se debatía en el auto la cuestión de fondo, sino la posibilidad de aplicar medidas cautelares respecto del acuerdo, que habían sido denegadas por la sala de instancia (Juzgado de lo Mercantil núm. 3 de Madrid), cuya resolución había sido recurrida en apelación por la parte demandante. Sin embargo, acabó por resolverse la problemática subyacente. En concreto, la Audiencia Provincial de Madrid consideró que el acuerdo en cuestión no atentaba contra la prohibición de asistencia financiera contenida a la sazón en el artículo 81.1 LSA. ENDESA había indicado que el repago de la deuda para la adquisición de la sociedad se realizaría, en buena parte, mediante los activos de la sociedad y, consecuentemente, se produciría una desmantelación de ella(86). Sin embargo, la argumentación fue en sentido contrario.

El órgano judicial adujo, en primer lugar, que la finalidad de asistencia financiera debía ser esencial, por lo que, puesto que había otros elementos indicados en los expositivos del acuerdo, en teoría preponderantes, la subsunción no podía ser realizada. Particularmente, indicaban los demandados que se trataba de una venta para evitar una opinión en sentido negativo por parte del entonces Tribunal de Defensa de la Competencia en relación con las concentraciones económicas y su posible afectación del mercado. La interpretación, a nuestro entender, sólo puede sostenerse si damos una relevancia considerable a la preposición «*para*» contenida en el precepto. Sin embargo, el hecho de constatar la necesaria existencia de un nexo causal entre la asistencia financiera y la adquisición de acciones propias no debe implicar imperiosamente entender que deba tratarse de una finalidad preponderante, ya que no hay una flexibilización del precepto similar a la de la sección 678 de la *Companies Act* de 2006 en relación con el llamado *larger purpose*(87). En este punto, quizá habría que haber indagado desde un punto de vista fáctico estricto hasta qué punto existía una relación entre la asistencia financiera y la adquisición(88). El hecho de haber sido efectuado el acuerdo de venta de activos en el mismo día del lanzamiento de la OPA es un elemento a ser considerado.

El segundo de los argumentos que la Audiencia Provincial trae a colación es el de la perspectiva estricta o interpretación restrictiva del precepto. La posición jurisprudencial, en cierto modo, corolario de la tesis precedente, no alcanza a entenderse,

---

(86) Lo que, por otro lado, conducía a la eliminación de un competidor.

(87) «*Subsection (1) does not prohibit a company from giving financial assistance for the acquisitions of shares in it or its holding company if (a) the company's principal purpose in giving the assistance is not to give it for the purpose of any such acquisition or (b) the giving of the assistance for that purpose is only an incidental part of some larger purpose of the company, and the assistance is given in good faith in the interests of the company*» [«La subsección (1) no prohíbe a una sociedad conceder asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o las de su matriz si (a) el propósito principal de la sociedad al conceder la asistencia no es otorgarla para el propósito de tal adquisición o (b) la concesión de asistencia para tal propósito es una parte meramente incidental de un propósito mayor de la sociedad, y la asistencia ha sido otorgada en buena fe»]. Sobre la evolución de las excepciones de este tipo en Derecho anglosajón, véase VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, Civitas, 2003, pp. 477-484.

(88) MONTALENTI, P., *Il Leveraged, cit.,* p. 130 plantea que en una situación de verdadera inexistencia de relación entre préstamo y adquisición, como por ejemplo, si se hubiese utilizado parte de la financiación que, de por sí, la sociedad utilizase en su actividad ordinaria, el LBO en cuestión debería reputarse como *fattispecie lecita*.

Revista DBB 130.indb 138 26/09/13 10:38

toda vez que el artículo 81.1 LSA (artículo 150.1 LSC) está redactado, como se ha reiterado, en términos considerablemente amplios. De esta manera, se trataría, en realidad, de un supuesto que podría ser inserido en la cláusula general de la interdicción. Sin embargo, siguiendo la postura del tribunal, la doctrina(89) ha entendido que lo que subyacía era una constatación de no incorporación a la causa del negocio de asistencia financiera de la voluntad de adquirir las acciones. A nuestro juicio, sin embargo, los supuestos motivos de las partes, que *a priori* quedarían extramuros del concepto de causa y, en concreto, en el particular supuesto analizado, sí que resultan relevantes cuando los aludidos son coincidentes entre los contratantes, tal y como ha expresado la doctrina más autorizada(90).

En tercer lugar, el auto se refiere a la concepción formalista del precepto, según el cual, el patrimonio de la sociedad debería quedar «vinculado» al repago de la deuda, mientras que no es ENDESA, sino GAS NATURAL la obligada por el préstamo contraído, lo que excedería los términos del artículo controvertido(91). No obstante, dado que los efectos económicos son los mismos —particularmente en un supuesto normativo tan íntimamente relacionado con ellos— resulta difícil acoger esta perspectiva, especialmente si se tiene en mente que si excediese —que no creemos que lo haga— de la cláusula general de asistencia financiera, siempre quedaría abierta la aludida vía del fraude de ley del artículo 6.4 CC.

Ello nos lleva a la última de las ideas plasmadas por el tribunal, según la cual, en el hipotético caso de que existiese una posterior fusión entre ENDESA y GAS NATURAL, toda sombra de posible asistencia financiera quedaría sanada y, consiguientemente, se revelaría infundada. El argumento es apropiado, toda vez que el haz de garantías que el procedimiento de fusión presenta —mayorías cualificadas, derecho de oposición de acreedores— sustituiría la tutela de los intereses protegidos por la interdicción de asistencia financiera y, en consecuencia, ésta quedaría enervada. Sin embargo, no es ésta la tesitura en la que debe desarrollarse el debate, y es que, en cualquier caso, la postura choca nuevamente con la amplitud del precepto considerado, por lo que queda invalidada, ya que, de cualquier modo, el coste del repago de la deuda —e, indirectamente, de la adquisición— acaba recayendo sobre la *target*.

Las consideraciones expuestas en relación con la resolución analizada, por contrarias a la decisión de la Audiencia Provincial, no deben llevar a interpretar su postura como incorrecta, simplemente revelan la imprecisión entre la perspectiva *de lege lata* y aquella otra *de lege ferenda*, y es que ante una situación económica que pudiera lle-

---

(89) En este sentido opina MINGOT AZNAR, M., «La prohibición general de asistencia financiera…», *cit.,* pp. 376-378.

(90) Por todos, MORALES MORENO, A-M., «El "propósito práctico" y la idea de negocio jurídico en Federico de Castro», *ADC*, 36-4 (1983), pp. 1529-1546, particularmente, pp. 1533-1534. De igual modo, DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L., «El concepto de causa en el negocio jurídico», *ADC*, 16-1, (1963), pp. 3-32, concretamente, pp. 30-32.

(91) En cierto modo, se toma la idea de la «alteridad subjetiva» expuesta por AURIOLES MARTÍN, A., «Los *Leveraged Buy-Outs*…», *cit.,* pp. 676-677 que le permitía diferenciar entre RMLBO y FMLBO.

Revista DBB 130.indb 139 26/09/13 10:38

gar a reputarse lícita, el órgano judicial se encuentra inerme ante la norma en cuestión. Se viene a constatar —o más aún, a advertir—, que determinadas operaciones se veían afectadas por lo rígido de la Ley, lo que llevaba a forzarla para que sus efectos no fuesen perniciosos. La entrada en vigor de la LME y, particularmente, de su artículo 35, vino a solventar, mal que sólo en parte y en modo alguno con la precisión y técnica jurídica que hubiese sido deseable[92], la problemática hasta aquí descrita.

B) El artículo 35 LME

No pretende ser objeto del presente epígrafe una exhaustiva exposición sobre la operativa del artículo 35 LME, desde la concepción de la deuda, hasta el plazo trienal contenido en la norma o, finalmente, la perspectiva relativa al control o a la compra de los activos cuantitativamente relevantes o teleológicamente necesarios para ejercer la actividad empresarial[93]. Antes al contrario, en línea con el hilo argumental del estudio en su conjunto, el propósito lo constituye la determinación de los supuestos que deben reputarse antijurídicos, así como los fundamentos de la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera, lo que permita, finalmente, su comparación con los criterios establecidos por los preceptos de índole fiscal existentes al respecto.

El precepto resulta, a primera vista, relativamente claro, a la hora de determinar las especialidades del contenido de los tres documentos a los que se hace referencia, a saber, el proyecto, el informe de administradores y el de expertos independientes[94]. Mientras que el primero de ellos tenía mera obligación de incluir, además de los elementos habituales establecidos en la regulación general sobre fusiones, los plazos y los recursos para el repago de la deuda contraída, el segundo debía hacer mención a las razones para la adquisición del control de la sociedad, así como para la posterior fusión, y, además de indicar los medios líquidos para el repago, expresar los objetivos de la operación. Finalmente, el informe de expertos independientes debería emitir, de un lado, un juicio de razonabilidad sobre la materia y, de otro, advertir de la existencia de asistencia financiera. A excepción del último de los elementos descritos, el resto no genera problemas dogmáticos excesivos más allá de los que habitualmente se suscitan en la exégesis de textos normativos. Sin embargo, la referencia a la existencia o no de

(92) En sentido similar, MARTÍ MOYA, V., «El *Merger Leveraged Buy-Out* o fusión apalancada a la luz de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles», *RDM*, 276 (2010), pp. 607-643, particularmente, p. 609.

(93) Para profundizar sobre la materia, véase, especialmente, EMBID IRUJO, J.M., «En torno al artículo 35 de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (La fusión apalancada)», en GARRIDO DE PALMA, V.M., *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2012, pp. 83-109, así como RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. et al. (Dirs.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, I, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 721-766; MARTÍ MOYA, V., «El *Merger Leveraged Buy-Out*…», *cit.,* pp. 634-643, y LÓPEZ MATEO, A., «Asistencia financiera…», *cit.,* pp. 849-892.

(94) Sobre este último, véase MINGOT AZNAR, M., «Contenido y alcance del informe del experto independiente en las fusiones apalancadas del artículo 35 LME», *RdS*, 35 (2010-2012), pp. 211-231.

Revista DBB 130.indb 140 26/09/13 10:38

asistencia financiera plantea una duda interpretativa considerable, toda vez que parece desconfigurar el precepto, lo que ha sido advertido por la doctrina, que ha apuntado diversas posibilidades de comprensión de éste.

Por un lado, ha habido quien ha entendido que la regulación del artículo 35 LME era incoherente en sí mismo, puesto que toda fusión apalancada iba a traer causa de asistencia financiera(95) —y, si eso debía implicar su carácter prohibido, el precepto se revelaba inservible—. También han encontrado apoyo algunas posturas relacionadas con su relación con la trasposición del artículo 23 de la reforma de la Directiva 77/91/CEE(96). Finalmente, se han postulado perspectivas íntimamente vinculadas con la literalidad del precepto y en un sentido estrictamente económico-financiero, según el cual la indicación de los expertos independientes debería tener por objeto, meramente, la consideración de si la realización de fusión implicaba algún tipo de ayuda financiera, en el sentido económico(97) y no jurídico del término(98).

A nuestro juicio, la problemática no puede ser resuelta sino afrontando el fondo de la cuestión del debate doctrinal en torno a la consideración o no de la fusión apalancada como supuesto de asistencia financiera. El problema fundamental trae causa, por las razones que huelga reiterar, de entender que la fusión implica la traslación del coste de la deuda a la sociedad adquirida. La referencia del artículo 35 LME, de entrada, regula el supuesto de la fusión apalancada, lo que corrobora lo extenso de los artículos 81.1 LSA y 40.5 LSRL (así como los correspondientes de la LSC) y, consiguientemente, entiende que las fusiones apalancadas sólo pueden devenir lícitas por ley, precisamente, por el tenor de la LME y siguiendo las reglas de su casuística. Es por ello que el contenido del informe de expertos independientes debe estructurarse en dos partes.

En primer lugar, se debe emitir el juicio de razonabilidad, que pretende determinar si la operación es económicamente viable. La licitud o ilicitud de la operación —considerada en su conjunto, ya que la asistencia financiera, en su caso, sólo existiría por efecto de la fusión— queda concretada en esta primera etapa de la valoración de los expertos. Y ello, independientemente de si existe asistencia financiera o no, ya que eso es objeto de la segunda parte del informe. En la primera, como se ha puesto de manifiesto, se trata de realizar la prognosis de *cash flow* futuro y determinar si la rea-

---

(95) Así, VICENT CHULIÁ, F., «Ley de Modificaciones Estructurales. Opciones de la Ley», *El Notario del Siglo XXI*, 28 (2010), quien llega a tildar la referencia de «suicida».

(96) ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Fusión apalancada…», *cit.,* pp. 150-152 advierte que de las indicaciones realizadas por la norma comunitaria, no sólo ha sido traspuesta la referencia a la necesidad de aprobación en Junta General, sino también la exigencia de que las operaciones que supongan asistencia financiera, pero que estén permitidas, no deberán, en ningún caso, reducir «el activo neto por debajo del capital social y reservas legales, y que se dote una reserva indisponible por el importe de asistencia financiera total».

(97) De esta opinión es LÓPEZ MATEO, A., «Asistencia financiera…», *cit.,* pp. 880-881.

(98) Lo que en cierto modo explicaría la razón, advertida por RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición…», *cit.,* pp. 756-758, de por qué un experto independiente, de profesión económica realiza un juicio de valor necesariamente jurídico, como es el de la existencia de asistencia financiera, en el que se le exige, indirectamente, la interpretación conjunta de los artículos 150 o 143.2 LSC en relación con el artículo 35 LME.

Revista DBB 130.indb 141 26/09/13 10:38

lización de la adquisición y posterior fusión resulta viable, para lo cual, la referencia del informe de administradores al *business purpose* —sin perjuicio de que éste sea de menor relevancia[99] que los recursos a destinar al repago del crédito[100]— puede resultar de auxilio hermenéutico.

En la segunda parte, lo que debe indicar el experto es si en esa operación, que podrá ser lícita, se constata la existencia de asistencia financiera. Ahora bien, ¿no habíamos dicho que la fusión implicaba *per se* asistencia financiera? Sí, siempre y cuando se produzca un traslado del coste de adquisición a la *target*. Si esto fuese así, el informe de expertos independientes debería indicar si parte de la deuda va a ser afrontada mediante el *cash flow* futuro de la sociedad objetivo y ello sin que deba considerarse antijurídica la operación. Esto es así, puesto que *ex lege*, dicha asistencia financiera, que es tal, puesto que así lo configuran los artículos 150 y 143.2 LSC, es tolerada[101] y, consecuentemente, enervada por el artículo 35 LME que, en tanto *lex specialis*, resuelve la antinomia. Podrá ocurrir, sin embargo, que tras la fusión, no sólo sea viable la operación, como en el supuesto precedente, sino que ésta ni siquiera implique asistencia financiera, puesto que el experto independiente indique que la adquirente habría hecho frente al pago de la deuda sin necesidad de fusionarse y ello, precisamente, porque los recursos a los que el informe de administradores hace alusión fueran originarios de la sociedad compradora.

De esta manera, el precepto establece una doble perspectiva, a saber, de un lado, la de la viabilidad económica, que se revela primordial a la luz del requerimiento legal y que, en caso de su contravención, lleva a la ilicitud, y de otro, la de la existencia de asistencia financiera, que meramente supone una mayor exigencia de información, precisamente, para permitir una decisión lo más acorde posible por parte de la Junta General.

La funcionalidad de esta mayor información[102] es, en este sentido, doble. El legislador, en razón del principio de conservación de la empresa, habría establecido una norma imperativa que requeriría un mínimo de viabilidad de la operación, fuera del cual, ésta no sería tolerada. Sin embargo, también entendería que hubiese socios más renuentes al riesgo que otros y que, en todo caso, incluso siendo esta operación acorde a Derecho, fueran contrarios a su realización. Consiguientemente, como se ha dicho, la primera

---

(99) Al contrario del Derecho inglés, que establece esta flexibilidad según determinados motivos (sección 678 de la *Companies Act* de 2006).

(100) Así, MARTÍ MOYA, V., «El *Merger Leveraged Buy-Out*…», *cit.,* pp. 624-625.

(101) Recuérdese que el artículo 35 LME hace alusión a la existencia de «asistencia financiera», no a la de «asistencia financiera prohibida». En particular, hace referencia a la cuestión ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., «Fusión apalancada…», *cit.,* p. 154, quien recuerda la modificación final a la enmienda del Grupo Popular en la tramitación parlamentaria, relativa a la inclusión de una mención sobre la asistencia financiera. En concreto, pasó de hablarse de «ausencia de asistencia financiera» meramente a «asistencia financiera». Constata el autor, así, el valor puramente informativo de la referencia, opinión a la que nos adherimos. En contra, MINGOT AZNAR, M., «Contenido y alcance del informe…», *cit.,* p. 227.

(102) EMBID IRUJO, J.M., «En torno al artículo 35…», *cit.,* pp. 88-89 hace referencia a la mayor exigencia de información como elemento integrador del precepto.

Revista DBB 130.indb 142 26/09/13 10:38

función del requerimiento es la mayor información. Por lo que respecta a la segunda, en buena medida es corolario de la anterior, ya que supone una forma de reforzar la postura doctrinal según la cual las amplias garantías del procedimiento de fusión sirven como contrafuerte de la constatación de existencia de asistencia financiera y, consiguientemente, sirven para enervar la prohibición —recordemos que los artículos 143.2 y 150 LSC siguen siendo igual de amplios que eran los artículos 81.1 LSA y 40.5 LSRL—.

En este sentido, la controversia dogmática en torno al efecto de la fusión en las compraventas apalancadas de sociedad parece haberse unificado por efecto legal. Así, constituye un supuesto en el que necesariamente ha de estudiarse si se produce asistencia financiera —y, de hecho, en la mayoría de los supuestos, se dará, pese a su licitud— y, al tiempo, los mayores requerimientos de información —incluida la referencia cuestionada— dispensarán la contravención de la prohibición[(103)].

5. COMUNICACIÓN ENTRE CRITERIOS

Los criterios jurídicos en torno al *Merger Leveraged Buy-Out* hasta ahora analizados han atendido tanto a la perspectiva mercantil, como a la fiscal, y, particularmente, a la admisibilidad de las operaciones desde la óptica de ambos sectores del ordenamiento jurídico. Relevante resulta ahora indagar sobre las posibles relaciones entre ambas perspectivas y, en su caso, establecer una *ratio* común, bien general, bien parcial, en torno a la problemática.

5.1. Neutralidad fiscal y asistencia financiera

El primer aspecto a tener en cuenta en la labor que pretendemos desarrollar es el bien jurídico protegido en cada caso. Los preceptos relativos a los posibles «fraudes fiscales y mercantiles» en la operación de fusión apalancada tienen que ver con diferentes intereses que salen a relucir y que deben tenerse en cuenta de manera primordial a la hora de realizar las consideraciones de aquí desarrollamos. En primer lugar, el Derecho Tributario lo que pretende es evitar un enriquecimiento de quien realiza la adquisición y posterior fusión, bien a través de un fraude de ley (conflicto en la aplicación de la norma tributaria del artículo 15 LGT), bien mediante un abuso de derecho. En ambos casos se generan ahorros fiscales ilícitos que vulneran el principio constitucional según el cual cada uno tiene que contribuir según su capacidad económica al sostenimiento de los gastos públicos (artículo 31 CE). Por tanto, el interés es, necesariamente, un interés público o, incluso, del Estado.

---

(103) La totalidad de la argumentación desarrollada a lo largo de este último epígrafe debe ser entendida desde la perspectiva *de lege lata*, ya que la reciente publicación de la Propuesta de Código Mercantil que será debatida en las cámaras parlamentarias próximamente y, en su caso, entrará en vigor, modifica el escenario parcialmente. En concreto, el artículo 263-13, nueva versión del art. 35 LME, en su apartado 1.c), prescinde de la referencia a la posible existencia de asistencia financiera en el informe de expertos independientes, resolviendo la disparidad de opiniones doctrinales y la dificultad de salvar la posible antinomia.

Revista DBB 130.indb 143 26/09/13 10:38

Por el contrario, en el supuesto de las diferentes actuaciones de tipo jurídico-privado que pudieran reputarse ilícitas por contravención del régimen de prohibición de asistencia financiera y, en su caso, por no cumplir las especificaciones regulatorias del artículo 35 LME, el interés protegido es el del mantenimiento del capital y, más aún, del patrimonio, lo que permite la tutela de los acreedores y de los socios minoritarios, por las razones expuestas.

5.2. Metonimia de ida, pero no de vuelta

Una interpretación de los criterios para la determinación de cada una de las situaciones ilícitas que pretendiese ser unívoca[104] implicaría que siempre que una operación de *Merger Leveraged Buy-Out* fuese acorde a un sector del ordenamiento jurídico, la operación debería reputarse correcta en todos los sentidos o, al contrario, cuando se considerara incorrecta en determinados casos, debiese serlo para todos. Esto pudiera ser positivo, ya que garantizaría aparentemente una mayor seguridad jurídica y, en cualquier caso, simplificaría el régimen sustancialmente. Sin embargo, esto sólo sería posible si el ámbito de protección requerido a cada uno de los bienes jurídicos implicados fuese coincidente. Sin embargo, si esto no fuese así, pudiera ocurrir que determinados negocios fraudulentos fuesen aceptados porque protegiesen suficientemente un determinado bien jurídico, pero el otro quedase huérfano de tutela.

A decir verdad, en Derecho español se puede constatar una asimetría en este punto que, en cierto modo, ha sido invertida tras la entrada en vigor de la LME. Con anterioridad a ella, la negación absoluta de licitud mercantil implicaba que, necesariamente, la operación, mal que tanto *de facto*, como jurisprudencialmente, fuese permitida, no contaba con criterio alguno para su posible aceptación, ya que dicha fusión siempre quedaba prohibida. Así, por estrictos que fuesen los criterios en términos fiscales, necesariamente lo eran menos que a efectos societarios.

Sin embargo, una vez es aplicable el régimen de la fusión posterior a adquisición con endeudamiento de la adquirente, la perspectiva aludida pasa a ser la contraria. De esta manera, lo que se revela antijurídico a efectos fiscales, no necesariamente implica ilicitud mercantil, ya que mediante la fusión puede darse el caso en que el repago de la deuda sea perfectamente viable por efecto de la fusión y, sin embargo, no exista ningún *business purpose*. Sin embargo, la falta de inadecuación societaria en todo caso lleva a la conclusión de su caracterización como fraude fiscal, ya que habrá una ausencia de motivos económicos, puesto que no existirá *business purpose* alguno[105].

---

(104) Opinión en cierto modo sostenida por PRADA LARREA, J.L., «Consecuencias fiscales…», *cit.,* p. 33, quien considera que la legitimidad financiera, esto es, a efectos de la determinación de conformidad con la LME sería suficiente para aceptar la adecuación de la fusión a efectos fiscales.

(105) Sobre la cuestión, MONTALENTI, P., «Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice. Nota a Tribunale di Milano 13 maggio 1999», *Giur. It.*, 11 (1999), pp. 2105-2113, resuelve la problemática aludiendo a la existencia de un proyecto industrial más allá de la mera voluntad predatoria de la operación apalancada.

Revista DBB 130.indb 144 26/09/13 10:38

Precisamente debido a esta asimetría constatada, en el aspecto concreto que venimos desarrollando a lo largo de este trabajo, el Derecho Mercantil o, más bien, el Derecho de Sociedades, actuaría como metonimia del ordenamiento jurídico en su conjunto a la hora de concretar los supuestos ilícitos. El Derecho Fiscal, sin embargo, sólo se determinaría a sí mismo.

6. CONSIDERACIÓN FINAL: LAS PARCELAS SON MÚLTIPLES, EL ORDENAMIENTO ES UNO

No es baladí que el segundo inciso del epígrafe conclusivo del presente trabajo incluya dos proposiciones yuxtapuestas y evite la coordinación, sea copulativa o adversativa. Al contrario, tiene su razón de ser en el fundamento último de lo que se pretendía demostrar en el estudio realizado, a saber, la existencia de realidades económicas concretas cuyo tratamiento por parte de los diferentes sectores del ordenamiento jurídico puede ser en ocasiones dispar y, en otras, unívoco. La perspectiva estrictamente normativa había sido tratada desde antiguo, llevando a resultados muy loables. Los autores habían ido exponiendo supuestos cuyo tratamiento por la legislación mercantil había influido a la regulación tributaria o viceversa. Como se ha podido ver, incluso en el plano interpretativo puede llegar a haber y, de hecho, hay una íntima relación.

En cierto modo, el llamado *business purpose*, cuya traducción castellana, mal que parcialmente deficiente, pudiera ser la de los motivos económicos válidos, se nos antoja el punto de apoyo hermenéutico esencial, puesto que, como se ha visto, sirve para declarar la ilicitud de un MLBO a efectos fiscales y, como elemento inspirador, a los mercantiles. La mutua influencia entre ambas ramas del ordenamiento parece ser todavía una constante, manteniendo plenamente válidas y vivas las palabras del Prof. Uría.

Revista DBB 130.indb 145 26/09/13 10:38

Crónica

Revista DBB 130.indb 148 26/09/13 10:38

ACTO DE PRESENTACIÓN DEL LIBRO «FERNANDO SÁNCHEZ CALERO. MAESTRO COMPLUTENSE»

El pasado día 31 de enero de 2013, tuvo lugar en el Salón de Grados de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid el acto de presentación del libro Fernando Sánchez Calero. Jurista y Universitario ejemplar, *publicado dentro de la Colección* Maestros Complutenses de Derecho.

Se reproducen a continuación las sucesivas intervenciones de recuerdo del fundador de la Revista que en ese acto realizaron los Profesores Aurelio Menéndez Menéndez, Adolfo Sequeira Martín, Gaudencio Esteban Velasco y Manuel Olivencia Ruiz.

INTERVENCIÓN DEL PROFESOR AURELIO MENÉNDEZ

1. Antes de referirme a la personalidad científica y humana del Profesor Fernando SÁNCHEZ CALERO, algo he de decir, aunque sea en breve síntesis, sobre la Escuela Española de Derecho Mercantil. Como en algún otro momento he indicado(1), es un hecho conocido y repetido por todos los mercantilistas y estudiosos del Derecho español que la formación de esa Escuela tiene su origen en la obra iniciada por Joaquín GARRIGUES. En los trabajos publicados tras su ingreso en la Cátedra de Derecho Mercantil de la Universidad Central de Madrid en 1927 hasta llegar a 1936, se percibe ya, con evidencia, el aire innovador de toda su obra. Es evidente también que, con la publicación ese año del primer volumen de su *Curso de Derecho Mercantil* (1936), se da un paso muy significativo en la evolución de la ciencia jurídica mercantil española y en la misma formación de esta comunidad científica.

Son ya varias las generaciones de Catedráticos y profesores de la disciplina que continuaron ese esfuerzo. No es propósito de esta intervención aludir a todos ellos, pero no puedo dejar de referirme, aunque será con poco más que con una simple alusión, a los discípulos y compañeros de GARRIGUES, pertenecientes a la primera generación de profesores que llenan lo que podríamos llamar la fase de consolidación de la Escuela. En primer lugar Rodrigo URÍA, maestro y jurista de singular valía, personalidad egregia y figura sobresaliente de la Escuela no solo por su específica

(1) *Sobre la moderna Escuela Española de Derecho Mercantil*, Editorial Civitas, Madrid, 1993.

Revista DBB 130.indb 149 26/09/13 10:38

relación con Joaquín GARRIGUES sino también, y especialmente, por todo lo que significó la creación de la Revista de Derecho Mercantil en 1946, el valor de sus aportaciones científicas y la singular estimación personal que siempre mereció entre los mercantilistas. Al lado de Rodrigo URÍA han de estar, como profesores destacados de esa etapa de consolidación de la Escuela, Antonio POLO profesor lleno de vocación y generosidad, mercantilista eminente, hombre bueno y de cautivadora personalidad, gran impulsor también de la unidad de la Escuela; José GIRÓN TENA, renovador de la metodología de la disciplina, investigador por excelencia del Derecho mercantil, maestro de amplio horizonte científico y humano, gran universitario; y Jesús RUBIO, metido en la actividad política y alejado durante varios años de la Universidad, pero discípulo de GARRIGUES y con una obra científica de gran solidez que acredita su alta condición como mercantilista. Entiendo ciertamente que, al lado de la personalidad de GARRIGUES como fundador de la Escuela, siempre habrá que contar, con todo lo que ha supuesto para su consolidación y proyección posterior, con el impulso que recibió de ese grupo de maestros y juristas de excepcional valía científica y gran calidad humana. No me ofrece duda que sin la labor realizada por tan ilustres profesores, no sería pensable la ingente obra y la fecunda proyección de la Escuela de los mercantilistas españoles.

2. He traído a este lugar esta breve «introducción» sobre la Escuela para poner de relieve con mayor exactitud lo que el Profesor SÁNCHEZ CALERO ha significado en la evolución de esa comunidad científica.

3. Con la referencia que he hecho en algún otro momento, recordaré ahora que tanto el Profesor SÁNCHEZ CALERO, como yo mismo, tuvimos la suerte de incorporarnos al quehacer propio de esa gran Escuela. El profesor SÁNCHEZ CALERO, en efecto, formó parte muy destacada de lo que hemos podido llamar la «segunda generación» de la Escuela y, quizás más exactamente, la «primera hornada» de esa generación, en la que figura como adelantado, muy próximo al magisterio de GARRIGUES y URÍA, y excelente maestro, el Profesor Evelio VERDERA y como continuadores de la Escuela de sus maestros, Fernando SÁNCHEZ CALERO, el primero de los discípulos de GIRÓN TENA, el inolvidable Miguel MOTOS, discípulo principal de Antonio POLO, Manuel OLIVENCIA, discípulo predilecto de Joaquín GARRIGUES, y mi modesto nombre como discípulo de Rodrigo URÍA. Ahora he de añadir que, dentro de la Escuela, el Profesor SÁNCHEZ CALERO se benefició especialmente del alto magisterio de dos de esos grandes maestros: por un lado, del Profesor GIRÓN TENA, en la primera y muy significativa etapa de su formación en el gran Seminario de Derecho Mercantil de la Universidad de Valladolid, donde brilla también la presencia del Prof. JUSTINO DUQUE; y, en segundo lugar, ya en la etapa de su madurez y en adelante, con el Profesor GARRIGUES hasta el fallecimiento del gran maestro en 1983, años en los que se acrecentó considerablemente la relación de amistad entre ambos profesores, compartiendo el ejercicio de la abogacía en el mismo despacho, en una continuidad de quehaceres en la que el Profesor SÁNCHEZ CALERO pudo seguir beneficiándose del magisterio de D. Joaquín y éste de la solidez y los saberes de quien pudo considerarse que fue, no sólo uno de sus discípulos más queridos, sino también uno de sus más íntimos amigos y compañeros, la llamada por Eduardo GARRIGUES «epopeya de una amistad».

Revista DBB 130.indb 150 26/09/13 10:38

Añado ahora que no es posible expresar en unas páginas lo que han sido más de sesenta años de una vida ejemplar como mercantilista y profesor universitario, miembro destacado de la moderna Escuela española de Derecho Mercantil. Sí hay espacio para decir que el Profesor SÁNCHEZ CALERO es uno de los juristas más eminentes de la ciencia jurídica de las últimas décadas del siglo pasado y los años que llevamos de este siglo. Maestro muy querido por sus discípulos, entre los que se encuentran algunos catedráticos de la asignatura, supo guardar en toda su labor una fidelidad absoluta a su vocación docente, ofreciendo a sus alumnos —como dijo citando a ORTEGA— «no un bosque tropical de enseñanzas», sino «lo que el alumno puede aprender». En esa docencia se percibe ya la claridad expositiva y la concepción vital y antiformalista del Derecho que tanto destacará en su obra de investigación; algo así como si tuviera presente, de modo permanente, las enseñanzas del maestro GARRIGUES: «la claridad no es solo la cortesía del filosofo, sino que es, también, la cortesía del jurista», y «el tema de nuestro estudio es el Derecho vivo, el que se aplica en la práctica y no el Derecho muerto, el que se petrifica en los Códigos». Una abundante cantidad de discípulos elogian hoy el magisterio de SÁNCHEZ CALERO, se benefician de las enseñanzas recibidas y practican su buen hacer en las distintas profesiones jurídicas.

4. Al lado de esta excelente tarea universitaria habrá que contar siempre con lo que ha sido su extraordinaria labor investigadora. No incurro en ninguna exageración si afirmo que, tanto por la cuantía de sus publicaciones, como por la alta calidad de éstas, no es fácil encontrar un profesor y jurista que haya alcanzado tan altas cotas en el número y valía científica de sus publicaciones. Ha publicado cerca de doscientos artículos en revistas jurídicas y obras colectivas y deja cuarenta trabajos pendientes de publicación, prestando atención, y brillante atención, a todos los sectores de nuestra disciplina, aunque ciertamente haya puesto especial empeño en el Derecho de sociedades, el Derecho del sistema financiero y el Derecho marítimo, acumulando mucha experiencia y mucho saber, tanto en el complejo ordenamiento societario, como en el estudio del sector de los seguros, como en aquellos otros de la actividad bancaria y bursátil como, en fin, sus singulares aportaciones al estudio de nuestro Derecho de la navegación marítima (donde hemos de contar, al lado de un buen número de artículos, con sus tres excelentes monografías sobre el «Contrato de transporte marítimo de mercancías»).

En cuanto a la extensión de su obra, hemos de decir que desde sus primeras publicaciones sobre «La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima» y «El contrato de transporte marítimo de mercancías» (según la Ley 22-12-1949 que introdujo el Convenio de Bruselas), que vieron la luz en los años cincuenta, hasta sus más recientes y sabías aportaciones al estudio de las «Ofertas públicas de adquisición de acciones (opas)», «Los administradores en las sociedades de capital», «La junta general en las sociedades de capital» y «El contrato de transporte de mercancías, Reglas de La Haya-Visby», es tal el número de libros publicados, tanto de la mejor manualística de nuestra disciplina —muy especialmente sus «Instituciones de Derecho mercantil» tan puntualmente destacadas por el Prof. OLIVENCIA con nada menos que sus 35 ediciones— como en monografías y comentarios legislativos de un nivel científico que rara vez se alcanza.

Revista DBB 130.indb 151 26/09/13 10:38

Diríamos con el obligado resumen, que ha logrado una obra escrita abundante y de alta calidad, y fue en todo momento un impulsor decidido de la labor de investigación como Director de unas veinte tesis doctorales, Director de obras colectivas y fundador consejero o colaborador de varias revistas jurídicas particularmente prestigiosas, entre ellas, la gran *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, de la que fue Fundador y Director y las valiosas *Revista Española de Seguros y de Sociedades*, de las que ha sido Presidente. Por todo ello ha de ser considerado como uno de los más grandes especialistas de Derecho Mercantil que ha dado nuestro país, con toda la prestigiosa presencia de que siempre gozó en la ciencia jurídica nacional e internacional.

5. El centro de su preocupación docente e investigadora fue siempre el Derecho Mercantil en su totalidad. Iniciado en cierto modo en el ya citado Seminario de la disciplina de la Universidad de Valladolid, fue continuada posteriormente como becario del Instituto de Estudios Jurídicos (1951-1953) y, en esa misma condición de becario y de Secretario, en el Instituto Jurídico Español en Roma (1954-1957), Instituto que, en aquel momento, al decir de Álvaro D'ORS, era «el lugar más apropiado para que los licenciados españoles tuvieran un primer contacto directo y personal con la ciencia jurídica extranjera». Y, ya como Catedrático de Derecho Mercantil, en un primer momento en 1958 en la Universidad de La Laguna, más tarde, de 1959 a 1977 en la Universidad del País Vasco en Bilbao y, posteriormente, desde 1977 hasta su jubilación en 1998, en la Universidad Complutense de Madrid (con su prolongación como Profesor Emérito).

Todo ello marca un camino en el que no podían faltar los puestos y cargos universitarios en los que tantos servicios ha prestado a las Universidades en que ha estado; unas veces como Director de Departamento y de varias instituciones universitarias, otras como Decano de la Facultad, otras como Vicerrector de la Universidad, y otras, en fin, fuera ya del ámbito universitario, en empresas e instituciones sociales, con la asunción de ciertas responsabilidades que muestran también su ancho quehacer en el mundo del Derecho.

6. Dejo a un lado los múltiples Congresos, Coloquios y Jornadas que darían mejor idea de la presencia del Profesor SÁNCHEZ CALERO en el ámbito jurídico internacional, en el que siempre ha sido considerado como una de las figuras más destacadas de la moderna Escuela Española de Derecho Mercantil. Entre los cargos y responsabilidades que asumió me limitaré a estos tres particularmente significativos:

a) Uno de ellos, la Presidencia de la Sección Española de la Asociación Internacional del Derecho de Seguro (SEAIDA) que, merced a su autorizada dirección, ahora continuada por el Profesos ILLESCAS, llevó a cabo una singular labor en el mundo del seguro, mundo en el que siempre estará presente como una de las grandes personalidades en el desarrollo doctrinal, legislativo y profesional de esta institución.

b) Otro cargo, también sumamente importante, es su condición de Vocal Permanente de la Comisión General de Codificación, nombrado en 1970, en la que fue protagonista muy cualificado de toda la obra de renovación o reforma de nuestro ordenamiento mercantil, con un constante trabajo como Ponente o Presidente de Ponencia, en el que siempre hemos podido percibir su buen hacer y su fino sentido jurídico, algo de lo que pudo hacer gala últimamente con la singular importancia de su labor en los

Revista DBB 130.indb 152 26/09/13 10:38

trabajos que ha venido realizando la Sección de Derecho Mercantil, bajo la presidencia de Alberto BERCOVITZ, para la preparación de un Código Mercantil que venga a sustituir al vigente y envejecido Código de Comercio de 1885.

c) Y, por último, su nombramiento como Académico de Número de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, en la que el Profesor SÁNCHEZ CALERO ingresó el 26 de marzo de 2001 con un excelente discurso de recepción sobre «La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades», anticipo de la constante presencia y el meritorio trabajo que, desde entonces, vino realizando en las tareas de la Academia.

7. Párrafo aparte merece el ejercicio de la Abogacía por el Profesor SÁNCHEZ CALERO. Abogado de los Ilustres Colegios de Bilbao desde 1964 y de Madrid desde 1975, en toda su larga y brillante historia profesional logró siempre hacer compatible el ejercicio de la Cátedra con el ejercicio de la Abogacía. Siguió así el mismo camino que siguieron todos los maestros que tanto contribuyeron a crear y consolidar la moderna Escuela. En unos casos —como sucedió con los Profesores GARRIGUES, POLO y URÍA— con intensidad y notorio prestigio, en otros —como ocurrió con los Profesores GIRÓN TENA y RUBIO— en forma más selectiva y moderada. En la primera orientación se situará ahora al Profesor SÁNCHEZ CALERO que con su seriedad y buen hacer y la colaboración del equipo que él formó, pudo lograr el desarrollo de uno de los bufetes más prestigiosos que conocemos.

8. En una vida tan llena de servicios y ejemplar dedicación al estudio, la investigación y la aplicación del Derecho, no podía faltar y no faltó el reconocimiento generalizado de tan meritoria labor. Tampoco aquí es posible enumerar los premios y condecoraciones españolas y extranjeras que el Profesor SÁNCHEZ CALERO ha recibido a lo largo de su fecunda vida docente y científica; pero no dejaré de mencionar algunas de ellas: Premio Pelayo 1995 para Juristas de reconocido prestigio, Cruz de Honor de la Orden de San Raimundo de Peñafort (1997), Premio «Una vida dedicada al Derecho» concedida por el Decano y la Asociación de Antiguos Alumnos de esta Facultad de Derecho de la Universidad Complutense (1999), Miembro de Honor de la Asociación Española de Derecho Marítimo (1999), Medalla de Servicios prestados a la Universidad Complutense (1999), Medalla de Honor de la Asociación Internacional de Derecho de Seguros (AIDA) (2000), Gran Cruz de la Orden de San Raimundo de Peñafort (2002), Doctor «honoris causa» por la Universidad Rey Juan Carlos (2008). Entre las numerosas distinciones extranjeras habría que recordar las distinciones concedidas por instituciones de varios países europeos e hispanoamericanos con los que mantuvo sus relaciones científicas y universitarias, pero en esta síntesis obligada, me parece suficiente con citar, por su alta y especial estimación, el «Premio al Derecho otorgado por la Accademia Nazionale dei Lincei» (Roma 2002).

9. No queda más remedio que dar por terminada esta pobre intervención sobre el Profesor SÁNCHEZ CALERO como miembro distinguido de la moderna Escuela Española de Derecho Mercantil. Ha de quedar oculto, por necesidad, el desarrollo de este difícilmente superable «currículum vítae» del ilustre Profesor. Espero, no obstante, que pueda dar una cierta imagen de tan excepcional jurista y profesor en el marco de la ciencia universal del Derecho Mercantil y de las Universidades españolas y extran-

Revista DBB 130.indb 153 26/09/13 10:38

jeras en las que siempre estará el recuerdo de su gran calidad científica y humana. Y digo «humana» porque al lado de su calidad profesional estuvo siempre su sencillez, su discreción, su recio sentido de la amistad, todos los valores humanos que enriquecen la figura científica y profesional de tan gran maestro. Y al lado de todo ello, su ejemplar devoción por el trabajo, algo que está detrás de su gran obra escrita y algo también que le permitió recordar, más de una vez, las palabras del profesor GARRIGUES en el sentido de ver «la felicidad como un subproducto del trabajo», es decir, de la felicidad como algo que, en definitiva, deriva del deber cumplido —como ha puesto de relieve el catedrático de Derecho Mercantil Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, el gran continuador de la obra de su padre». No puedo olvidar tampoco que hizo toda su vida con María de los Ángeles, su mujer. Fernando encontró siempre en ella la inteligencia, la generosidad, el bienestar y la hechura de un hogar ejemplar, con un clima familiar particularmente grato en compañía de sus hijos Juan, Jorge, Miguel y Natalia, sus nietos y demás familia, todo lo que hace merecer ahora un reconocimiento general de la grata vida familiar en que se desarrolló, en buena parte, la gran obra científica y humana de tan insigne maestro.

Ahora solo me queda añadir, por lo que ha significado la vida y la meritoria andadura de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, que ha sido llamado, con toda justicia, «Maestro Complutense del Derecho» que viene a sumarse, con su bien ganado prestigio, a todas las grandes figuras de tan selecto grupo de juristas.

INTERVENCIÓN DEL PROFESOR ADOLFO SEQUEIRA

Señor Vicedecano, estimados compañeros, queridos amigos, y personas que nos acompañan, buenas tardes a todos, y muchas gracias por su presencia en este acto, en la que, ustedes saben, que es también su casa.

Intervengo yo hoy aquí en mi calidad de Director del Departamento de Derecho Mercantil, al que el profesor D. Fernando Sánchez Calero perteneció durante una parte muy importante de su vida académica hasta su jubilación, y en el que continuó posteriormente como profesor emérito. Es éste un Departamento al que han pertenecido muchos de los grandes maestros del Derecho Mercantil, y del que puede predicarse, sin afán de exclusivismo, que se trata de uno de los grandes herederos de la moderna Escuela Española de Derecho Mercantil, tanto por la continuidad en él del magisterio del maestro don Joaquín Garrigues, y de los que han sido algunos de sus grandes discípulos, y discípulos de esos discípulos; como igualmente por la homogeneidad en la formación recibida de ellos por la inmensa mayoría de los que han sido sus miembros, y que son hoy sus miembros, o imparten enseñanzas en otras Universidades.

Cada uno de los grandes maestros que ha tenido este Departamento ha dejado en él su impronta peculiar, tanto científica como personal, pero todos haciendo posible**,** siempre con su presencia**,** que este Instituto departamental haya ocupado un lugar pre-

Revista DBB 130.indb 154 26/09/13 10:38

eminente en los diversos foros universitarios y no universitarios, tanto por su hacer colectivo como por el individual de sus miembros.

En el libro que hoy se presenta, se viene a condensar la vida y obra científica sobre «Fernando Sánchez Calero. Jurista y Universitario Ejemplar» una persona a la que, en el amplio y dilatado «currículum» de su existencia, tuvimos la fortuna de tener como Catedrático de Derecho Mercantil en la UCM desde 1977, primero en la Facultad de Económicas de Somosaguas, en donde contribuyó eficazmente con su enorme experiencia, capacidad de diálogo e inteligencia a la adaptación de dicha Facultad a las nuevas estructuras universitarias y a las nuevas exigencias y especialidades que en ella se demandaban, y en la que fue Director de su Departamento de Derecho Mercantil; y, después, en la Facultad de Derecho desde 1991 hasta 1998, año en que se jubiló, si bien siguió como profesor emérito hasta el año 2002, realizando con el mismo interés e intensidad que siempre su labor docente e investigadora, en la que no cesó hasta el último de sus días. De ese ejemplo y entrega fueron fruto muchos discípulos que hoy son Catedráticos y Profesores Titulares de este Departamento y fuera de él.

Hoy se trata aquí, simplemente, de recordar de una forma entrañable a D. Fernando Sánchez Calero, a través de la presentación del libro que la Facultad pública sobre él, y que se presenta en este acto con ocasión de su consideración como «Maestro Complutense de Derecho»; y a quien ya nuestra Facultad había reconocido como uno de sus grandes maestro poniéndole su nombre a un auditorio, y al que también la *Asociación de antiguos alumnos* había otorgado el premio «Una vida dedicada al Derecho». Con todo ello la Facultad no ha hecho sino culminar, reconocer y dejar constancia para siempre de todo lo que le debía; devolviéndole tan sólo un poco de todo lo que con anterioridad él le había entregado con sus enseñanzas, con sus obras, con sus siempre acertados consejos y con su entrega a las tareas de dirección, pero, sobre todo con el ejemplo de su forma de ser. De todo ello queda constancia en las distintas Facultades de esta Universidad Complutense, en las que con su presencia impartió su magisterio y, especialmente, en lo que hoy constituye el Departamento de Derecho Mercantil.

El libro que hoy se presenta no es sino un recordatorio afectivo de aquellas personas que le fueron más cercanas en lo personal dentro del ámbito académico y profesional, y que desde diferentes ángulos han querido manifestar por escrito, para que quede constancia de ello, algo que les es común a todos: Su admiración y su cariño hacia D. Fernando. Se trata de aportaciones que versan sobre muy diferentes aspectos de la vida y obra del profesor Sánchez Calero, que ciertamente son inseparables aunque diversas, pero que a modo de pequeñas piezas de distintos colores constituyen entre todas ellas un magnífico mosaico de la imagen de todo lo que D. Fernando significó en el mundo del Derecho, y, de sus cualidades intelectuales y personales, que hicieron de él una persona enormemente respetada y admirada por todos, y entrañable y querida por aquellos que tuvieron la suerte de conocerle más de cerca.

No pretendo con mis sencillas palabras glosar su ingente obra y dedicación al mundo del Derecho, sea en la Universidad o fuera de ella, cosa que magistralmente se hace en muchos de los artículos de esta obra, sea ya con carácter general, o bien de forma específica en relación con aspectos muy concretos y relevantes de su vida pro-

Revista DBB 130.indb 155 26/09/13 10:38

fesional, académica y extra académica. El insistir en ello, se trataría, por mi parte, de una reiteración carente del brillo y de la rigurosidad con la que, de forma completa y acertada, se describe su altura científica en el libro que hoy presentamos. En todo caso su obra y actividad profesional es conocida por todos nosotros, hasta un punto tal que, simplemente, el decir D. Fernando Sánchez Calero, es una manera abreviada de expresar la existencia de una ingente tarea intelectual que forma ya parte de nuestra memoria colectiva. Tan ingente obra vital, que la sola recopilación sistematizada de lo que fue su actividad profesional y su producción científica, de su biobliografía, requerirían bastante más tiempo del que permite una presentación como la que hoy se realiza, y siempre desmerecería con la visión rigurosa que de ella se nos ofrece a lo largo del libro, y que, magistralmente, nos ha sido descrita en la intervención anterior por el maestro D. Aurelio Menéndez, y sobre, la que, con idéntica brillantez, insistirán, sin duda, los ponentes que me sigan en el uso de la palabra.

Tampoco quiero yo hacer un semblante de su personalidad, ni resaltar los que fueron sus rasgos definitorios, porque no le conocí personalmente con la suficiente profundidad como para estar legitimado a fin de poder dibujar acertadamente de él, un retrato que señale las cualidades humanas que, destacadas unánimemente por todos los que le conocieron, son descritas en algunos de los artículos del libro con tal belleza y emotividad, que uno no puede por menos que sentir no haber gozado más de su proximidad; y el que les habla, solo alcanza a pretender, aunque sea torpemente, seguir su ejemplo en el futuro. D. Fernando Sánchez Calero, fue un hombre que añadió el placer por el conocimiento al deleite de la palabra para quien le escuchaba, a lo que añadía el disfrute propio y ajeno en el ejercicio de alguna de las bellas artes, acumulando una enorme erudición y una sensibilidad, sólo equiparables a la bondad de su comportamiento. Este es el sentir general que refleja esta obra, y que, con toda seguridad, D. Fernando, en su modestia, rechazaría con alguna sutil ironía.

Yo, desafortunadamente, no tuve la suerte de tener una relación de intensa continuidad en el tiempo con D. Fernando, y mi relación con él fue muy episódica, debido a que mi alejamiento de esta Universidad, primero, hacia otros ámbitos de la Administración, y luego hacia otras Universidades, durante bastantes años por razones profesionales, me privó de su contacto inmediato durante muchos de los años en los que él impartió clases en ella, porque yo regresé algunos años después del que fue el año de su jubilación. No obstante, coincidí con él en otros lugares y en distintas ocasiones de mi vida, que fueron suficientes para disfrutar de algunos rasgos de su personalidad, y que constituyeron momentos importantes de mi vida, que no hicieron sino incrementar mi respeto y reconocimiento hacia sus conocimientos, pero de forma especial disfrutar del deleite de las que fueron sus grandes cualidades personales. Sin que ello signifique que, en los muy breves años en que coincidimos en esta Universidad Complutense de Madrid, mi respeto, consideración y afecto personal hacia él no fueran absolutos, como absoluta fue también la atención y el afecto con el que él atendió, en todo momento, a la menor de mis sugerencias, con una atención tal, que el tiempo nunca parecía urgirle, a sabiendas, por mi parte, de las mil tareas que siempre tenía pendientes.

En la vida existen personas que tienen, incluso a veces a pesar suyo, el «don de presencia»; son personas que sin saberse muy bien por qué, dejan por donde transcurren el imborrable recuerdo de sus palabras y la imagen indeleble de su paso, aunque

Revista DBB 130.indb 156 26/09/13 10:38

éste no haya durado nada más que unos breves momentos. De esta naturaleza, efímera por lo limitado de los contactos personales, pero permanente por su impresión en mí, fue mi relación con D. Fernando; aunque su afabilidad hacia mi persona, como, con carácter general, la ejercía hacia todo aquel que se le aproximaba, estuvo también presente en pequeñas charlas de pasillo y en la, siempre entrañable, sala de profesores, en las que mientras que cariñosamente te cogía con fuerza del antebrazo en un gesto de afecto y proximidad, te escuchaba con máxima atención y respondía o preguntaba con absoluta certeza e interés.

Yo quiero, simplemente, resaltar tres momentos de mi vida, en los que mi relación con D. Fernando me permitió tener con él una cierta proximidad, pequeña en el tiempo pero intensa en sus consecuencias. Fueron tres momentos fugaces de su presencia en mi vida, pero que fueron suficientes para dejar en mí la imagen indeleble de lo que D. Fernando era, y que yo pude confirmar, como testigo ocasional, en aquello que sabía, y constatar en aquello que de él desconocía. Disculpen mi presencia en el relato, que no pretende ser otra cosa que un pretexto que me posibilite dar paso a utilizar tres modestas anécdotas personales que sirvan para resaltar lo que para todos fue la gran persona y personalidad de D. Fernando.

El primero de mis recuerdos se remonta a principios de los años noventa, cuando de forma sorpresiva me llamó D. Fernando para colaborar en el comentario de una obra colectiva que él dirigió con su habitual maestría. «Es un tema complejo del que me gustaría que usted se encargase», me dijo, «porque creo que es la persona indicada para abordarlo», resaltando con afecto la importancia de mi modesta participación, pero sin conceder la menor importancia a lo que para la obra y sus autores suponía el actuar bajo su prestigiosa dirección.

La elaboración de la obra duró un tiempo, durante el cual tuve ocasión de mantener alguna conversación a solas con él. En una de ellas, en la que le mostré mis ideas al respecto, me hizo la siguiente observación «yo creo que no hay que estudiar ni escribir sólo para rebatir, contradecir o impugnar. No escriba a la contra, céntrese en lo que es el núcleo central de su posición, y explíquelo con claridad para que todos lo podamos utilizar. El que le contradigan déjelo para los que no supieron encontrar cual constituye el verdadero centro del problema». Fueron unas sencillas palabras que nunca pude olvidar, así actué y recibí de él algunas ideas al respecto, y debo decir que aquel trabajo fue el referente de muchas de mis obras posteriores sobre el tema, y que a él le debo, en gran parte, lo bueno que de él se pueda obtener. Fue la acertada lección de un gran maestro, para el que la claridad, la sencillez y la ciencia eran elementos indisolubles.

El segundo de mis recuerdos, se produjo con ocasión de un largo paseo a principio de los años dos mil, a lo largo de la plácida costa almeriense, en cuya Universidad yo ejercía como catedrático. El día era luminoso y la temperatura invitaba al andar tranquilo y sosegado del que D. Fernando tanto gustaba, con la esperanza, por mi parte, de que todo ello compensase el esfuerzo de su desplazamiento a un lugar de no muy buenas comunicaciones como a la dejación de sus siempre múltiples ocupaciones. Hablamos de mi opción de haber dejado Madrid para venir a esa, entonces, universidad de una tranquila provincia, y a la que él me había animado a ir. «Si quieres disfrutar de todo lo bueno que ser catedrático lleva consigo, hay que serlo en provincias», me ha-

Revista DBB 130.indb 157 26/09/13 10:38

bía dicho entonces entre bromas y verdades. Y, ciertamente, de aquella ciudad y de su universidad, yo guardo recuerdos imborrables.

Y en ese largo paseo me habló de los que habían sido los grandes maestros mercantilistas nacidos en la provincia de Almería, como Emilio Langle, Joaquín Rodríguez y Emilio Motos, e incluso de la vinculación de Joaquín Garrigues con estas tierras de la que era originaria su madre. Y me contó de las que fueron sus inquietudes intelectuales y la formación enciclopédica de algunos de ellos, a la vez que iba trasluciendo su enorme bagaje cultural y su amor por la lectura y por los libros. Y en su larga reflexión sobre la inabarcabilidad del saber, me habló del «Fausto» de Goethe, me descubrió el ancho mundo de la literatura alemana, y de las relaciones entre el teatro español y la novela picaresca con el teatro y la literatura alemana de la época, y de tantas y tantas otras obras. A él le debo desde entonces mi gusto y afición por la literatura alemana, de forma que me es casi imposible adquirir hoy alguno de los clásicos de su literatura, sin pensar en D. Fernando. Después de la comida, yo miré el reloj de reojo preocupado por el tiempo que le estaba robando, y él me preguntó «¿tienes prisa, o te aburro?». El sabía perfectamente que acababa de dejar en mí una huella indeleble de admiración hacia lo que fue su extensa cultura. Lo que D. Fernando nunca supo fue que gracias a la generosidad de su venida y a aquella, ya lejana en el tiempo, conversación, a él le debo, desde entonces, mi enorme afición por la cultura alemana. Fue una tarde preciosa.

El tercero de los episodios, se presentó con ocasión de la defensa de una tesis doctoral de la que yo era su director, y en la que el doctorando cometió la osadía de criticar con cierto énfasis la redacción de un precepto clave de la Ley del Contrato de Seguro, del que ofrecía su propia alternativa, sin saber, ni él ni su director, que es, como antes les decía, el que ahora describe el hecho, que ese precepto había sido redactado por la sabia mano de D. Fernando Sánchez Calero. Cuando toco el turno de su intervención, D. Fernando juntó sus dedos, meditó cuidadosamente durante unos segundos con su característico frotamiento de manos, alzó la mirada, carraspeó un poquito y con una media sonrisa dijo «bien, bien, a la vista de lo dicho por el doctorando, creo que tendré que volver a revisar el artículo que tan cuidadosamente yo mismo había redactado», mientras que, a continuación, explicó de forma humilde, magistral y detalladamente, el porqué de aquella su criticada redacción.

Aquello pasó, hubo sus risas y las torpes disculpas posteriores, pero la realidad fue, que, el tiempo transcurrió, y al final de su destino, esa obra recibió de manos del propio D. Fernando Sánchez Calero el prestigioso premio de Derecho de Seguros *Profesor Joaquín Garrigues.* El profesor Sánchez Calero era así; él sabía reconocer el trabajo esforzado, entendiendo que su magisterio indiscutible conllevaba un respeto absoluto por el trabajo ajeno bien hecho, sin conceder mayor importancia a las pequeñas consideraciones de un osado doctorando cuyo abnegado trabajo merecía su reconocimiento. La modestia, la ausencia de soberbia y la enseñanza fecunda acompañada de la generosidad, pusieron de relieve otra vez las cualidades que D. Fernando sabía prodigar. Fue una lección impagable.

Con estas mis palabras, sólo he pretendido dar tres pinceladas que sirvieran para resaltar a través de mi episódica relación con D. Fernando, lo que, de forma más precisa, describen con toda rigurosidad, en el libro que hoy se presenta, los que fueron de verdad sus más cercanos en el afecto y en el conocimiento: Que D. Fernando Sánchez

Revista DBB 130.indb 158 26/09/13 10:38

Calero fue un hombre modesto, culto, maestro de lo que era su específico campo de conocimiento y también de muchos de los que le eran formalmente ajenos, incansable trabajador, reconocido unánimemente en su magisterio, amante de la amistad, bondadoso, y feliz. Es más, yo creo que, precisamente porque fue feliz, pudo ser todo lo demás, porque, permítanme la licencia, no creo que D. Fernando «vivió la felicidad como un subproducto del trabajo», sino que, casi con absoluta seguridad, él «vivió el trabajo como un subproducto de su felicidad personal».

Nada más, y muchas gracias por su atención.

INTERVENCIÓN DEL PROFESOR GAUDENCIO ESTEBAN

La Colección de Maestros Complutenses de Derecho surgió para honrar la memoria de quienes han destacado como verdaderos Maestros, «aquellas personas de mérito relevante entre los de su clase», como dice el Diccionario de la Lengua de la Real Academia Española, y nadie duda de que uno de ellos, de esos grandes, como Maestro Complutense, sea D. Fernando Sánchez Calero.

En relación con el alumbramiento de este Libro debo comenzar diciendo que hace ya una década, en 2002, tuve la fortuna de participar en el acto de «Ofrecimiento al Profesor Fernando Sánchez Calero del Libro-homenaje Derecho de Sociedades», con motivo de su jubilación como catedrático. En esa ocasión le rendíamos un justo testimonio de afecto, estimación y reconocimiento por su magisterio universitario y su permanente contribución al conocimiento y al progreso del derecho mercantil. Ahora es para mí un honor haber asumido, como miembro del Departamento de Derecho Mercantil de esta Facultad, la tarea de coordinar este volumen dentro de la Colección Maestros Complutenses de Derecho, promovida por el entonces Decano de la Facultad don José Iturmendi Morales y hoy continuada por su actual Decano D. Raúl Canosa Usera. En esta obra, en su recuerdo y homenaje, personas de gran autoridad y proximidad a don Fernando Sánchez Calero dan amplia cuenta de su relevante personalidad en el mundo del derecho, de su dedicación universitaria y de sus valores extraordinarios como persona. Espero se comprenda que, por exigencias de extensión para una obra como la de estas características, no haya sido posible ampliar más la lista de invitados a participar, sin duda con méritos y razones para ello. A todos cuantos colaboran en el Libro que hoy presentamos quiero expresar mi más sincero agradecimiento por contribuir a mantener vivo el recuerdo de su obra y el ejemplo de su vida.

En mi intervención me gustaría trasladarles algunas de las actitudes, planteamientos, forma de ser que he podido percibir en el jurista, en el universitario y en el hombre, cuya memoria hoy honramos.

Yo creo que en la vida se nos pide fundamentalmente no rendirnos, que hagamos fructificar nuestros talentos y, como he dicho en alguna otra ocasión, que pongamos esos talentos al servicio de un proyecto vital, que no contemple solo el autointerés sino también el interés de las personas y grupos que van surgiendo en las distintas relacio-

Revista DBB 130.indb 159 26/09/13 10:38

nes que teje la vida personal, familiar, social y la universitaria en nuestro caso. Y yo creo que don Fernando ha sido de las personas que ha tenido ese proyecto vital en sus vertientes como jurista, como profesor universitario y como persona.

En las declaraciones que hizo a Francisco Sosa Wagner y a Mercedes Fuertes, recogidas en el Libro «Conversaciones sobre la Justicia, el Derecho y la Universidad» (publicadas en 2009), cuando le preguntan por qué se dedicó al Derecho Mercantil, responde «que el Derecho Mercantil, que estaba a cargo de don José Girón Tena, tuvo para mí un atractivo especial, con el que tuve una sintonía particular que habría de desembocar en la materia en que posteriormente me especialicé y en que él fuera mi maestro. Esa especial relación que tuve desde el principio con el Derecho Mercantil quizá venía condicionada en parte, porque yo después de terminar el bachiller me matriculé en la Escuela de Comercio de Valladolid, donde me examiné y obtuve los títulos de perito y de profesor mercantil al tiempo que estudiaba en la Facultad. Allí en la Escuela, de la que era director Adolfo Delibes, padre de Miguel, me había examinado de Legislación Mercantil al tiempo que de otras asignaturas como contabilidad y la organización de las empresas que se relacionaban con la materia mercantil».

A ese primer y decisivo impulso de la persona del maestro y de la materia siguió una dilatada y fructífera dedicación a la enseñanza y a la investigación que han convertido a D. Fernando en un clásico de la doctrina mercantilista de la llamada segunda generación de los mercantilistas españoles, a que se acaba de referir en su intervención el Prof. D. Aurelio Menéndez y queda bien acreditada en los comentarios que por varios Profesores se hace en este Libro sobre las aportaciones de D. Fernando sobre los diversas materias del Derecho Mercantil.

D. Fernando es un clásico de la doctrina mercantilista con su propia y acusada personalidad como jurista completo y autor de una obra científica sólida, coherente, equilibrada y de exposición siempre clara y cuidada. El sello propio de D. Fernando, como jurista, yo lo sigo viendo, por un lado, en la amplitud de su empeño y, por otro, en que conociendo bien otras realidades económicas y jurídicas de nuestro entorno, potenció la búsqueda de una respuesta ajustada a nuestras necesidades de cada momento, para lo que le ayudó siempre su fino y equilibrado sentido jurídico y su entendimiento de la función del derecho en la ordenación de la realidad. Y por ello supo salvar los riesgos de quienes atribuyen al derecho una sustancia intemporal y que permanentemente retornan de forma consciente o inconsciente al conceptualismo metodológico, ignorando el carácter histórico y relativo del derecho y supo salvar los riesgos del «uso alternativo del derecho», de la tendencia de los años setenta del pasado siglo, a hacer del juez el mediador de los conflictos sociales, ignorando las concretas opciones legislativas y la necesidad, por razones de seguridad, de contar con la mediación democrática de los otros poderes del Estado. Y también supo estar alerta frente a quienes, desde un planteamiento ideológico y metodológico de signo contrario al que acabo de describir, sostienen que lo que procede es «cuanto menos derecho mejor» y que, por tanto, la tarea del presente es desregular lo existente o juridificar la lógica de la economía de mercado en la clave más agresiva del capitalismo financiero, relegando la especificidad valorativa del derecho.

Por otro lado, D. Fernando supo conciliar de forma admirable la dedicación universitaria (enseñanza y gestión) con la profesional del despacho y con la colaboración en tareas prelegislativas. Varias contribuciones en el Libro dirigen su atención hacia

Revista DBB 130.indb 160 26/09/13 10:38

esas facetas y lo han señalado también quienes me han precedido en el uso de la palabra. A mí me gustaría destacar que siendo un buen profesor y un buen profesional y un entusiasta colaborador e impulsor de trabajos prelegislativos y codificadores, supo ejercer esas actividades con transparencia, con honestidad, sorteando los riesgos de conflictos de intereses inherentes a su ejercicio. ¿Qué quiero decir? D. Fernando era una persona que defendía con ardor, convicción y persistencia sus opiniones, pero nunca le vi caer en la tentación de convertirse en un prelegislador doctrinario, es decir, de quien aprovecha la plataforma para imponer sus opiniones singulares y convertirlas en texto legal. Ciertamente ese riesgo era limitado en el caso de D. Fernando porque sus planteamientos al elaborar las normas se inspiraban en la búsqueda de un equilibrio entre los intereses en juego. En segundo lugar, y en coherencia con lo que acabo de decir, tampoco le vi como un prelegislador capturado por los intereses de los más poderosos. Lideró un despacho prestigioso en el mercado y eso genera lazos y vínculos, sin embargo, en lo que he podido percibir, por sus escritos, por sus propuestas y por muchas conversaciones sobre lo divino y lo humano, le vi siempre (como hoy dicen los psicólogos) como un «resilente», con capacidad de resistencia y de adaptación sin renuncia a sus concepciones. Nadie puede poner en duda las ventajas del ejercicio profesional para profundizar en el sentido y en el conocimiento del derecho, pero creo que supo ejercerlo también con equilibro, con moderación, en el sentido de evitar que los intereses propios de esa actividad cuestionaran sus convencimientos jurídicos y su libertad de pensamiento como jurista. En sus estudios de derecho de sociedades, como en sus propuestas de reforma de él, sobre todo en el sector sensible de los órganos societarios, por poner un ejemplo significativo, siempre le vi igualmente preocupado por los problemas del abuso de mayoría como del abuso de las minorías.

He tenido la fortuna, con otros miembros de la Ponencia de Sociedades, de beneficiarme en el último lustro de su vida, de la intensa convivencia jurídica en el marco de los debates para la reforma del derecho español de sociedades. En ese marco en particular tuve la oportunidad de comprobar el derroche de sabiduría, pasión y tenacidad desplegados por D. Fernando. A veces se revelaban acentos distintos a la hora de configurar unas u otras materias, y ello es, además, natural y positivo, pero me he encontrado cómodo y gratificado debatiendo con él sobre la valoración de los nuevos hechos, el nuevo clima jurídico con la globalización y la crisis y las tendencias actuales hacia la desregulación y la simplificación. A mi entender, los últimos trabajos de D. Fernando y su forma de hacer en la obra prelegislativa se han movido en el intento de buscar una combinación razonable entre protección y flexibilidad, entre la legislación y la autorregulación. Y en la tarea de contar con un marco jurídico suficiente —un marco ordenador con flexibilidad— las contribuciones y orientaciones de D. Fernando serán un referente muy valioso, como luchador contra la proliferación legislativa, la inseguridad jurídica y a favor del justo equilibrio de intereses y donde la apelación sin más, al menos en el ámbito de las sociedades cotizadas, a la autonomía negociadora de las partes y a las reglas del mercado puede resultar una ingenuidad o una falacia. Basta releer su discurso de ingreso en la Academia sobre «La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de sociedades», que me parece fundamental para conocer a fondo el pensamiento de D. Fernando. Me limitaré ahora a recoger unas palabras de su último trabajo, cuyas pruebas ya no pudo corregir, titulado «De la armonización a la lucha por la unificación del Derecho Europeo de Sociedades». En él nos dice «aun cuando es difícil hacerlo es preciso reforzar el de-

Revista DBB 130.indb 161 26/09/13 10:38

recho de sociedades, no tanto con normas dominadas por consejos o recomendaciones, sino con normas que lo impongan. Será preciso potenciar los derechos de los accionistas y la ordenación eficaz de la junta sin reivindicar su condición de órgano soberano, lo que es utópico, sino simplemente para defender en lo posible su independencia en el ejercicio de las funciones que tenga asignadas». Y aquí nos exhorta, una vez más, a ser fieles a las necesidades del tiempo que nos toca vivir. D. Fernando ha vivido en la historia de su tiempo, de sus tiempos y, como otros grandes juristas, ha contribuido al desarrollo de la obra del legislador en una perspectiva de continua evolución.

Finalmente quiero destacar algunas facetas del universitario sensible con la situación de la Universidad y de la sociedad que vivió. En sus declaraciones en el Libro ya citado de «Conversaciones sobre la Justicia, el Derecho y la Universidad», de 2009, donde, por tanto, está haciendo balance de su vida y destila sus mejores recuerdos y sentimientos nos dice: «ingresé en la Facultad de Derecho de la Universidad de Valladolid en los primeros días de octubre de 1945 cuando acababa de cumplir diecisiete años. El año de 1945 la sociedad española vivía momentos difíciles en lo político, en lo social y en lo económico. La guerra mundial había terminado a principios del mayo anterior, y aun cuando teníamos una información limitada por las circunstancias del régimen de entonces, apreciábamos que estábamos en un momento de crisis, cuyo alcance no captábamos bien, pero no podía pasar desapercibido el ambiente de restricciones económicas que nos rodeaba. Si bien en medio de esas circunstancias he de precisar que era miembro de una familia numerosa —éramos seis hermanos— que bandeaba la situación de forma aceptable gracias al trabajo intenso de mi padre en su profesión de médico general». Y continúa después, «tuve la suerte de haber entrado en una Universidad elitista, que como otras españolas de entonces era una Universidad pequeña y con escasos medios, pero con grandes maestros, que nos impulsaban a ser mejores y a progresar en el saber. Puede pensarse que la Universidad por ese elitismo era injusta, cuando en realidad lo era en este aspecto la sociedad que la rodeaba».

Hay una anécdota en esas Conversaciones que revela bien su clara vocación como universitario en las circunstancias de entonces. Me refiero al «dilema» Roma/Universidad de La Laguna. D. Fernando obtiene por concurso la plaza de secretario general adjunto Instituto de la Unificación del Derecho en Roma en junio de 1957, debiendo tomar posesión unos meses después. La obtención en ese momento de la plaza de Catedrático de la Universidad de la Laguna le planteó la disyuntiva de efectuar la toma de posesión de la plaza de catedrático y pedir la excedencia —lo que entonces era posible— y volver a Roma (ya como catedrático) para ocupar la plaza de secretario general adjunto de UNIDROIT, lo que podría, además, compatibilizar con la Secretaría del Instituto Jurídico Español o irse a la Universidad de La Laguna. La diferencia de la remuneración «era de uno a veinte. Decidí irme a La Laguna, porque era mi carrera, aun cuando de momento iba unida a un voto de pobreza», nos dice con su fina ironía, pero con claro sentido de su compromiso con la Universidad.

Y así expresó su amor por la Universidad, por sus maestros, los estudiantes, sus colegas y su familia, en la respuesta al Acto de presentación de los Estudios publicados en su Homenaje en este mismo Salón Actos el 9 de mayo de 2002. «He de deciros que siento un profundo agradecimiento hacia la Universidad, que me ha permitido conocer a mis maestros —y afortunadamente he tenido más de uno— de cuyo trato y ejemplo

Revista DBB 130.indb 162 26/09/13 10:38

he aprendido más que en los libros, si bien me inculcaron la afición hacia ellos y el hacer del trabajo intelectual un grato modo de vida. Que en la Universidad he encontrado a mis colegas y, de esa forma, a mis mejores amigos. Que durante más de cincuenta años me ha consentido estar cerca de los jóvenes estudiantes, que me han ayudado a mantener joven mi espíritu. Que entre ellos, siendo un profesor adjunto primerizo en la Facultad de Derecho de Valladolid, pude conocer a María Ángeles, una alumna brillantísima y de preclara inteligencia, que tuvo a bien el casarse conmigo, y con ello el tener una excelente compañera y hacerme feliz». Nada mejor se puede decir de tu cónyuge.

Me refería al comienzo de mi intervención al momento de la gestación de este Libro y termino, si me lo permiten, con una anécdota personal sobre el momento final de su aparición. En los últimos días del pasado diciembre Juan Sánchez-Calero, con quien he compartido la puesta en marcha de este Libro, y cuando ya estaba saliendo de la imprenta, muy cariñosamente en nombre de la familia, me agradecía en un correo electrónico el haber contribuido, en mis años de Director del Departamento y como colega, a que D. Fernando fuera muy feliz en nuestra Facultad de Derecho y el haber protagonizado iniciativas como la de coordinar este Libro que ayudan a su recuerdo. Pues bien, ahora quiero yo recordarle a Juan y a su familia que comparto aquella sabia máxima de que «la riqueza de una persona se mide por la cantidad y por la calidad de los amigos que tiene». Y que yo tengo que dar gracias ahora a la familia de D. Fernando por formar parte de mi fortuna como amigos y que al dedicar algo de mi tiempo a iniciativas relacionadas con D. Fernando solo devuelvo una mínima parte de lo mucho que en lo personal y en lo universitario recibí de él.

Quienes colaboramos en este Libro queremos, como acto de justicia, contribuir a mantener vivo el recuerdo de la vida y de la obra de D. Fernando, pues, como dijo el Poeta Thomas Ardy (Poemas del pasado y del presente, 1902) y que evoca también María Candelas Sánchez Miguel en su participación:

La primera muerte es una falsa muerte
Nos morimos, pero de algún modo seguimos viviendo
Al menos en la medida que alguien nos recuerde.
Cuando todos nos hayan olvidado
Es la verdadera muerte.

Y nosotros recordamos a D. Fernando por lo que hizo y por lo que ha sido como jurista, como universitario y como hombre.

INTERVENCIÓN DEL PROFESOR MANUEL OLIVENCIA

La Colección «Maestros Complutenses de Derecho» dedica el núm. 8 de sus volúmenes a FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, «Jurista y Universitario ejemplar». Lo fue, y es un acto de justicia reconocerlo en dos de los sentidos de este vocablo polisémico: admitir una realidad y agradecerla. La realidad queda reflejada en los trabajos

Revista DBB 130.indb 163 26/09/13 10:38

de veintitrés firmas contenidos en el volumen; la gratitud es haberlos escrito, recopilado, editado y ofrecido en homenaje al «maestro de Derecho, jurista y universitario ejemplar», una forma de expresar agradecimiento, la justicia del recuerdo frente a la injusticia del olvido.

Por eso, el elogio, el «reconocimiento» lo merece ahora la Universidad que sabe honrar a los maestros ejemplares que en ella enseñaron y ya no están con nosotros; en este caso, a la Facultad de Derecho de la Complutense, a sus dos Decanos más recientes, los Profesores ITURMENDI y CANOSA, al Director de esta «Colección», el Prof. SÁNCHEZ DE LA TORRE, y al Coordinador de la obra, el Prof. ESTEBAN VELASCO. Quienes hemos tenido el privilegio de ser invitados a participar en esta feliz iniciativa, agradecemos la oportunidad de rendir desde las páginas del libro el homenaje a la memoria de un verdadero maestro, jurista y universitario ejemplar; sobre todo, amigo ejemplar.

El recuerdo y el reconocimiento son de justicia en la vida social; pero en la Universidad son algo *esencial*. Sus misiones docentes y de investigación, de transmisión y renovación de los saberes, no pueden concebirse sino a través de una sucesión de maestros. Permítanme que ilustre esta afirmación evidente con una vivencia personal.

El 1 de junio de 2001 celebró sus Bodas de Oro mi promoción de Licenciatura en la Facultad de Derecho de Sevilla (1946-1951). Quisimos homenajear a nuestros profesores —de aquella «pequeña Facultad de grandes maestros», como decía de la suya de Valladolid, FERNANDO SÁNCHEZ CALERO— en la persona de uno de los pocos entonces supervivientes: el Prof. JUAN MANZANO, de Historia del Derecho, que también fue maestro en esta Casa. D. JUAN acudió feliz a Sevilla y en el Paraninfo de la Universidad de la que había sido Rector, comenzó su lección magistral con estas palabras:

> «Hoy celebráis vuestras Bodas de Oro con la Licenciatura. Hoy se cumplen también los 50 años de la muerte de mi maestro, RAFAEL ALTAMIRA, en el exilio de México».

Y aquel profesor, al que sus viejos discípulos quisimos honrar, se dedicó a honrar la memoria de su maestro, a reconocer cuánto debía a su magisterio.

Comprobé en aquel acto que la Universidad no es sólo «ayuntamiento de maestros y escolares», la feliz definición del Rey Sabio en sus Partidas, sino, esencialmente, «sucesión de maestros a escolares», que se convierten en maestros y a quienes a su vez suceden sus escolares. La continuidad de la Universidad como corporación no se entiende sin esa sucesión de generaciones.

FERNANDO SÁNCHEZ CALERO fue discípulo de JOSÉ GIRÓN TENA, y éste, a su vez, de D. FRANCISCO CANDIL y de D. JOAQUÍN GARRIGUES, del que también lo fue FERNANDO. CANDIL y GARRIGUES lo fueron de D. FELIPE CLEMENTE DE DIEGO. Sin ese árbol genealógico de tantas ramas no se entienden el Derecho Mercantil como disciplina en la Universidad española, ni la «moderna escuela» ni la renovación de sus estudios, que nos ha descrito su estudioso más autorizado, el Prof. AURELIO MENÉNDEZ.

Revista DBB 130.indb 164 26/09/13 10:38

Decía IHERING que «La sucesión es la condición de todo progreso humano, en el sentido de la historia de la civilización. El sucesor utiliza la experiencia de su predecesor, realza el capital intelectual y moral de éste. La historia es el Derecho hereditario en la vida de la humanidad».

Esa sucesión la recordaba FERNANDO SÁNCHEZ CALERO en el Prólogo a su *Curso de Derecho del Seguro Privado* (Barcelona, 1965):

> «…hemos querido seguir en la línea trazada por el profesor Garrigues y que nos inculcó uno de sus más destacados discípulos, nuestro maestro el profesor Girón Tena. Línea que marcó el camino a los mercantilistas españoles hacia la renovación de los estudios jurídico-mercantiles. En éste, como en los demás trabajos, hemos intentado ser fieles a ese ejemplo, aunque quizá no hayamos tenido la fortuna de conseguirlo».

Sí lo consiguió: la renovación de los estudios jurídicos mercantiles es también un fenómeno sucesorio, en el que los sucesores incrementan con nuevas aportaciones el caudal recibido, lo actualizan y lo modernizan. Y en esa labor, la fecunda obra de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO es trascendental en la segunda mitad del siglo XX y primeros años del XXI.

Reflejo de esa labor renovadora son sus *Instituciones de Derecho Mercantil*, a las que he dedicado mi artículo en este libro: «una obra de juventud… que fue reflejando la madurez del autor hasta alcanzar, meses antes de su muerte, la 33.ª edición (Aranzadi, Cizur-Menor, 2010)».

Y la continuidad de esa obra renovadora la garantiza su sucesor, hijo y discípulo, JUAN, cuya labor permite afirmar que «esta creación del espíritu de su padre y maestro, clásica en la doctrina mercantil española, continuará viva y lozana, como siempre la mantuvo su autor, y seguirá identificándose con su nombre: "El Sánchez Calero"». Ya ha aparecido la 35.ª edición de esta obra, porque su autor, que honró a los maestros, supo crear escuela y formar nuevos maestros.

Es digno de loa que la Universidad «reconozca» la labor de FERNANDO en la herencia del Derecho Mercantil que recibió de sus maestros y que contribuyó con sus talentos a enriquecer, renovar, actualizar, «poner al día», transmitir. La ciencia no se explica sin esa sucesión de maestros a escolares; la renovación sólo se consigue sobre el caudal relicto, sobre la obra de los mayores. Y en la investigación, hasta el método erróneo es provechoso para los continuadores, porque evita insistir en el error. Vivimos de lo que nos dejaron nuestros causantes y de lo que incrementamos sobre ese caudal para transmitir a nuestros sucesores.

Gracias a la Universidad Complutense, a su Facultad de Derecho, a sus Decanos, por este acto de justicia que es el recuerdo, el homenaje a la memoria de un maestro. Un gesto más digno de elogio aún en una época de «burocratización» de la Universidad, en la que la jubilación se entiende como extinción del vínculo que une al profesor con la Universidad, como si al maestro se le pudiese separar de su *Alma Mater*.

Revista DBB 130.indb 165 26/09/13 10:38

En esa situación, cuando al cese en la función administrativa por cumplimiento de la edad reglamentaria se añade al «emérito» un efímero período de relación laboral y ésta se extingue, se nos requiere por escrito para que nos abstengamos de seguir prestando servicios a la Universidad; a partir de ahí, nos enteramos por los medios de comunicación de las aperturas de curso, de las tomas de posesión, de los doctorados h.c. y de cuantos actos públicos celebra la Universidad. No somos ya ni invitados; al contrario, somos excluidos como extraños, aunque sigamos trabajando, publicando, participando en congresos y foros con el título de profesores eméritos de una Universidad.

Quien siente la Universidad y ha dedicado a ella, por vocación y por amor, su vida de trabajo, no puede dejar de dolerse de ese agravio. Por eso somos los primeros en celebrar este acto de justicia que es el de «reconocimiento» de tantos méritos como en la Universidad contrajo este «maestro de Derecho», «universitario y jurista ejemplar» que fue nuestro querido y admirado compañero y amigo FERNANDO SÁNCHEZ CALERO.

No sólo hemos perdido su calidad científica, sino, sobre todo, su calidez humana, la cercanía de su cordialidad, de su serio sentido del humor, de sus sentimientos de afecto, de su bondad.

Revista DBB 130.indb 166 26/09/13 10:38

VENTAJAS LEGISLATIVAS DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES PARA CONVERTIRLAS EN UN INSTRUMENTO ÓPTIMO DE FINANCIACIÓN

MIGUEL ÁNGEL VILLACORTA HERNÁNDEZ (*)

Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

En este trabajo se analizan las emisiones de participaciones preferentes (PPR), reguladas por primera vez en españa en la Ley 19/2003, y que son diferentes a las acciones o participaciones sociales privilegiadas del TRLSC.

La legislación española permite emitir acciones o participaciones sociales preferentes, rescatables y sin voto, con exactamente los mismos derechos económicos y jurídicos que las PPR. La única diferencia puede derivarse de su calificación jurídica, por esta razón esta investigación indaga sobre si las PPR tienen o no la característica jurídica de acciones o participaciones sociales que las tres primeras figuras seguro poseen.

Esta investigación analiza este instrumento financiero por diversas razones: porque la jurisprudencia y la prensa económica ofrecen informaciones equívocas, porque tienen una regulación detallada que merece ser observada, porque su legislación guarda muchos aspectos en común con algunas clases de acciones, porque son las emisiones de híbrido de capital que presentan más éxito en el mercado financiero, porque es el instrumento elegido por los intermediarios financieros para financiarse en la crisis económica del periodo 2009-2012, pero sobre todo porque ha sido un instrumento financiero vilipendiado por la prensa y la opinión pública por ciertos abusos de los emisores de estos títulos.

Palabras clave: *participaciones preferentes, acciones privilegiadas, híbridos financieros, paraíso fiscal.*

ABSTRACT

This paper discusses the issues of preference shares (PPR), regulated for the first time in Spain by Law 19/2003, which are different from stocks privileged of TRLSC.

Spanish law allows issuing preference, redeemable and non-voting stocks, with exactly the same economic and legal that PPR. The only difference may arise from their legal, which is why this research investigates whether or not the PPR are legal property shares or shares that the first three figures have insurance.

This research analyzes the financial instrument for several reasons: because the case law and the business press provides misinformation, because they have a detailed regulation that bears watching, because his law keeps many aspects in common with certain share classes, because emissions are hybrid capital having more success in the financial market, because it is the instrument of choice for financial intermediaries to finance in the economic crisis of 2009-2012, but mostly because a financial instrument has been vilified by the press and public opinion abuses by certain issuers of these securities.

Keywords: *preference shares, preferred shares, financial hybrid, tax haven.*

(*) mianvi@emp.ucm.es.

Revista DBB 130.indb 167 26/09/13 10:38

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

1. CONCEPTUALIZACIÓN.
2. HÍBRIDOS FINANCIEROS DE CAPITAL.
3. HÍBRIDOS DE CAPITAL EN EL DERECHO COMPARADO.
   - **3.1. Reino Unido.**
   - **3.2. Estados Unidos.**
   - **3.3. Alemania.**
   - **3.4. Francia.**
   - **3.5. Italia.**
4. PARTICIPACIONES PREFERENTES EN EL DERECHO ESPAÑOL.
   - **4.1. Antecedentes de la regulación en España.**
   - **4.2. Riesgos de la emisión indirecta.**
   - **4.3. Finalidad de la regulación.**
5. LEY 19/2003.
   - **5.1. Ámbito de aplicación.**
   - **5.2. Características.**
   - **5.3. Régimen legal.**
   - **5.4. Régimen fiscal.**
   - **5.5. Evaluación de la consecución de las finalidades.**
6. REGLAMENTO SOBRE OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN.
7. REGULACIÓN BANCARIA DE LOS FONDOS PROPIOS.
8. PROPUESTA DE CLASIFICACIÓN.
9. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA INDIRECTA.
   - **9.1. Derechos de los inversores.**
   - **9.2. Incorporación a nuestra legislación y mercado.**
10. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA DIRECTA.
    - **10.1. Naturaleza económica.**
    - **10.2. Naturaleza jurídica.**

CONCLUSIONES.
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

Revista DBB 130.indb 168 26/09/13 10:38

INTRODUCCIÓN

En este trabajo se analizan las emisiones de participaciones preferentes (PPR), reguladas por primera vez en España en la Ley 19/2003, y que son diferentes a las acciones o participaciones sociales (PS) privilegiadas del TRLSC(1). Para designar a estas figuras se ha utilizado una terminología muy diversa(2): «emisiones preferentes», «acciones preferentes en el sistema angloamericano» o, la preferida en esta investigación, «participaciones preferentes (PPR)»(3).

Esta investigación analiza las PPR(4) por cinco razones(5): primero, porque la jurisprudencia(6) y la prensa económica ofrecen informaciones equívocas(7), segundo, porque tienen una regulación detallada que merece ser observada, tercero, porque su legislación guarda muchos aspectos en común con algunas clases de acciones(8), cuar-

---

(1) La nomenclatura de participaciones preferentes tiene su origen en la traducción a la lengua castellana del concepto anglosajón «*preference/preferred shares*», pero omitiendo intencionadamente el concepto «acción». Para designar al instrumento financiero desconocido hasta entonces, el legislador intenta llamar la atención del inversor doméstico sobre el riesgo de confusión con los productos financieros de renta variable a los que estaban habituados.

(2) *Vid.* SCHERK, W.: «Emisiones preferentes: a medio camino entre las acciones y las obligaciones», *Bolsa de Madrid*, marzo, 68-69, 2003, p. 68.

(3) La nomenclatura y acrónimo propuestos en esta investigación, «participaciones preferentes» y PPR, son los elegidos por el regulador del mercado bursátil español: la CNMV. *Vid.* CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, Madrid, 2008, p. 1.

(4) El estudio de las PPR debe tener, indefectiblemente, como punto de partida, dos trabajos que analizan con detalle los diversos aspectos de la figura. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones preferentes: un híbrido supletorio del capital social*, Thomson Civitas, Madrid, 2005. «Gobierno corporativo e híbridos financieros. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Derechos políticos en cabeza de no-socios. El caso de las participaciones preferentes», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, vol. I, *Revista de Derecho de Sociedades*, Thomson-Aranzadi, 2005, pp. 571-615.

(5) En la prensa económica existe confusión terminológica entre las participaciones preferentes (PPR) y las participaciones sociales (PS). Las PPR son híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS, mientras que las participaciones sociales (PS) son cada una de las partes en las que está dividido el capital en las SRL.

(6) En la Sentencia de 8 de junio de 2005 del Tribunal Supremo Sala IV de lo Social se utiliza indistintamente la denominación acciones preferentes y participaciones preferentes del Banco Bilbao Vizcaya International Limited. La misma confusión se produce en las PPR de Banesto, en la Sentencia 3199/2008, de 2 de junio de 2008, de la Audiencia Provincial. Valencia (Sección 7.ª). Sí es utilizada correctamente la denominación en la Sentencia 428/2006, de 30 de marzo, del Tribunal Supremo Sala II de lo Penal y en la Sentencia 768/2010, de 5 de febrero de 2010, del Tribunal Superior de Justicia de Madrid.

(7) Las dudas sobre la terminología son muy frecuentes en la prensa económica. MARTÍNEZ denomina a su artículo «Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes», para comentar la actualidad de las PPR. *Vid.* MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes*, *Expansión*, <www.expansión.com/2009/05/15/inversion/1242418410.html>, 17 de mayo de 2009.

(8) La similitud entre acciones rescatables y PPR es mostrada por GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1999, p. 2. CONLLADO LANTERO, F.: «La emisión de acciones preferentes por sociedades bancarias españolas», en *Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, Madrid, 2002, pp. 4014 y ss. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004, pp. 82 y ss. A todo esto hay

Revista DBB 130.indb 169 26/09/13 10:38

to, porque son las emisiones de híbrido de capital que presentan más éxito en el mercado financiero(9), y quinto porque es el instrumento elegido por los intermediarios financieros para financiarse en la crisis económica del periodo 2009-2012(10).

1. CONCEPTUALIZACIÓN

Para buscar una conceptualización adecuada, es necesario observar la dimensión de la figura por la doctrina, el organismo rector de las Bolsas de valores españolas (CNMV) y los emisores de instrumentos financieros.

Las definiciones doctrinales de las PPR son imprecisas: «son instrumentos utilizados por entidades financieras para la captación de recursos a largo plazo»(11). Esta definición es mejorable en dos aspectos. Primeramente, porque no están emitidos exclusivamente por entidades financieras(12). Además, es necesaria una mejor especificación, porque la captación de recursos a largo plazo también puede obtenerse por medio de empréstitos, deudas y otro tipo de emisiones.

---

que añadir que algunas PPR se parecen, aún más si cabe, a algunas acciones rescatables con características muy determinadas. Las acciones rescatables a opción de la sociedad emisora se parecen a las PPR en que ambas conceden al emisor la posibilidad de rescate trascurrido un plazo (tres años para rescatables y cinco años para PPR).

(9) Dentro de los híbridos financieros de capital, destacan, desde el final del siglo XX, por su importancia en número de emisiones y volumen de negociación, la figura de las PPR. Incluso, en los últimos años su frecuencia es mayor, tanto que las PPR fue el producto financiero de moda en el año 2009. En los primeros seis meses de 2009 se emitieron en España más de 12.000 millones de euros en este tipo de activo. *Vid.* FERNÁNDEZ, D.: «El jaleo de las preferentes», *Dinero & inversiones*, 12 de abril de 2009. MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes*, *op. cit.* SÁNCHEZ-QUIÑONES, J.: «Prefiero acciones a preferentes», *Cotizalia*, 9 de junio de 2009. Durante el año 1999, Caja Madrid lanzó una emisión por un importe de 3.000 millones de euros; la Caixa 1.500 millones; BBVA 1.000 millones, SCH 2.500 millones, Banesto 500 millones, Banco Sabadell 500 millones, Caja Castilla-La Mancha 1.300 millones, Banco Pastor 250 millones y Banco Popular 425 millones. *Vid.* GARCÍA VEGA, M.A.: «El riesgo de invertir en las "preferentes"», <http://www.dossierempresarial.com/leernoticia.asp?id=3557, 18/06/2009>.

(10) «La banca se está reforzando en recursos propios. La salida a bolsa está complicada y, por eso, recurren a la emisión de preferentes. Otros recursos para captar financiación, como las ampliaciones de capital, son más caras para las entidades y, además, con ellas se traslada la imagen de que el banco o caja tiene problemas de solvencia (...). Este aluvión de participaciones preferentes responde, pues, al afán de bancos y cajas de ahorro de captar liquidez en esta época de crisis económica y reforzar con ello sus ratios de solvencia (*Tier* 1) frente a la oleada de morosidad». *Vid.* GARCÍA VEGA, M.A.: «El riesgo de invertir en las "preferentes"», *op. cit.*, 2009. Por otro lado, «el Banco Santander ha echado mano de ellas para compensar a sus clientes afectados por el escándalo Madoff». *Vid.* FERNÁNDEZ, D.: «El jaleo de las preferentes», *Dinero & inversiones*, 12 de abril de 2009.

(11) *Vid.* ALONSO CONZÁLEZ, P.: «Las participaciones preferentes en España», *Actualidad Financiera*, julio, núm. 7, 19-31, 2001, p. 19.

(12) Las PPR no sólo son emitidas por intermediarios financieros, aunque son los casos más frecuentes. También son utilizadas por empresas eléctricas, como Endesa, por Corporaciones locales, como los ayuntamientos de Madrid y Barcelona, el Cabildo de Tenerife o la Diputación Foral de Guipúzcoa, y por organismos públicos como la Feria de Valencia o RTVE.

Revista DBB 130.indb 170 26/09/13 10:38

La CNMV ofrece una caracterización en tres sentidos: realizar una comparación en virtud de la similitud con otros instrumentos financieros, analizar directamente sus características principales, y establecer una definición expresa. Por un lado, establece que «(...) son similares a la deuda subordinada por su orden de prelación en el crédito. Sin embargo, para el emisor es un valor representativo de su capital social desde el punto de vista contable (lo que lo aproxima al concepto de renta variable), si bien otorgan a sus titulares unos derechos diferentes a los de las acciones ordinarias: no tienen derechos políticos ni derecho de suscripción preferente»(13). En segundo lugar, establece sus características fundamentales(14): (a) conceden a sus titulares una remuneración predeterminada (fija o variable), no acumulativa, condicionada a la obtención de suficientes beneficios distribuibles por parte de la sociedad garante (es decir, de la entidad española) o del grupo financiero al que pertenece; (b) se sitúan en orden de la prelación de créditos por delante de las acciones ordinarias (y de las cuotas participativas(15) en el caso de las cajas de ahorros) y por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados; (c) las PPR son perpetuas, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España. Por último, la CNMV define las PPR de forma concreta: «Son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Pueden generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido. El emisor suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del Banco de España»(16).

También son destacables las definiciones de PPR ofrecidas por los emisores. Como ejemplo mostramos la realizada por Caja Madrid(17): «Son valores que normalmente se emiten a través de una sociedad extranjera, y que son filial de una entidad española que actúa como garante. Presentan diferencias respecto de la Renta Fija y de la Renta Variable. Por su estructura son similares a la Deuda Subordinada y a efectos contables se consideran valores representativos del capital social del emisor, que otorgan a sus titulares unos derechos diferentes a los de las acciones ordinarias, pues carecen de derechos políticos y del derecho de suscripción preferente»(18).

---

(13) *Vid.* CNMV: *Los productos de renta fija*, CNMV, Madrid, 2002, p. 14.

(14) *Ibidem.*, p. 14.

(15) El más reciente estudio de las cuotas participativas es MARTÍ MORENO, J.; TORRECILLAS POWER, E.; FERRADA LAVALL, E.; ARIAS PORTACELI, C.: *Las cuotas participativas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

(16) *Vid.* CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, 2008, p. 1.

(17) CAJA DE MADRID: «Valores: renta fija», Caja Madrid, Madrid, 2010.

(18) Junto a la definición de la figura, Caja Madrid resume sus principales características (que son coincidentes con lo establecido en la CNMV). La primera es que «conceden a los titulares una remuneración predeterminada (fija o variable), no acumulativa periódica, condicionada a la obtención de suficientes beneficios distribuibles por parte de la sociedad garante». La segunda es que «se sitúan en el orden de la prelación de créditos por delante de las acciones ordinarias», por último, «las participaciones preferentes son perpetuas, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso».

Revista DBB 130.indb 171 26/09/13 10:38

Las nociones anteriores no son satisfactorias por no tener carácter definitorio, por lo que esta investigación ofrece una definición[19], basándose en la idea de que las PPR son una agrupación de instrumentos financieros incluidos dentro de los híbridos de capital[20]. La definición propuesta es: las PPR son instrumentos financieros híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS[21]. Esta definición es concordante con la concepción generalizada del mercado financiero, donde se considera como PPR a las emisiones similares a las acciones y PS, pero sin la calificación jurídica de éstas.

La conceptualización de las PPR como híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS se establece a través de una clasificación de los híbridos de capital. Los «híbridos financieros»[22] se pueden dividir en «híbridos financieros de capital»[23] e «híbridos financieros de deuda»[24]. Los «híbridos financieros de capital» se dividen a su vez en «híbridos financieros de capital sin calificación jurídica de acciones o PS» (donde se encuentran las PPR) e «híbridos financieros de capital con calificación jurídica de acciones o PS». Por su parte, los «híbridos financieros de deuda» se clasifican en «híbridos financieros de deuda sin calificación jurídica de acciones o PS» e «híbridos financieros de deuda con calificación jurídica de acciones o PS» (donde se encuentran las clases de acciones y de PS).

---

(19) Nuestra definición es solamente mercantil, sin incidir en los aspectos contables, al contrario que equivocadamente mezclan los emisores de PPR.

(20) La consideración de las PPR como híbridos de capital es compartido por MOURGUES, N.: *Capitaux propres et quasi fonds propres*, Économie, Paris, 1996. ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. «Debt-equity hybrid securities», *Journal of Accounting Research*, núm. 2, 1999, pp. 249-274. LAMANDINI, M.: *Struttura finanziaria e gobernó nelle societa di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, pp. 23 y ss. PISANO MASSAMORMILE, A.: «Azioni ed altri strumenti finanziari partecipaviti», *Rivista delle Societá*, 2003, pp. 1268-1315.

(21) Esta investigación se centra en los híbridos financieros de capital que no posean la calificación jurídica de acciones o participaciones sociales (PS).

(22) Los *hybrid securities* tienen algunas características de acciones y otras características de obligaciones. *Vid.* HENN, H.G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1986, pp. 409 y ss. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996, pp. 211 y ss. KLEIN, W.A.; COFFEE, J.C.J.: *Business organization and finance*, 7.ª ed. Westbury, New York, 2000, p. 225.

(23) Los híbridos de capital son los híbridos financieros constituidos por una emisión de deudas utilizadas en función de capital. La denominación propuesta en esta investigación «híbridos financieros de capital» tiene su correspondencia con otras utilizadas por la doctrina: *quasi-equity, funktionelles Eigenkapital* o *mezanine debt*. *Vid.* MOURGUES, N.: *Capitaux propres et quasi fonds propres*, *op. cit.* ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. «Debt-equity hybrid securities», *op. cit.*, pp. 249-274. LAMANDINI, M.: *Struttura finanziaria..., op. cit.*, pp. 23 y ss. PISANO MASSAMORMILE, A.: «Azioni ed altri strumenti finanziari partecipaviti», *op. cit.*, pp. 1268-1315. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las participaciones..., op. cit.,* 2005, pp. 11 y ss., los denomina instrumentos financieros de deuda «en funciones de capital».

(24) Dentro de la categoría híbridos de deuda se agrupan todos los híbridos financieros compuestos por acciones o PS que son utilizadas como deudas. La denominación propuesta en esta investigación «híbridos financieros de deuda» se corresponde con otras utilizadas por la doctrina: *quasi-debt* o *mezzanine equity*. *Vid.* MOURGUES, N.: *Capitaux...*, *op. cit.*, 1996. ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. «Debt-equity hybrid securities», *op. cit.*, 1999, pp. 249-274. LAMANDINI, M.: *Struttura finanziaria…*, *op. cit.*, 2001. PISANO MASSAMORMILE, A.: «Azioni ed altri strumenti... », *op. cit.*, 2003, pp. 1268-1315.

Revista DBB 130.indb 172 26/09/13 10:38

Los híbridos de capital eran originariamente deudas, pero, posteriormente, al ser utilizados como si fuesen capital, se convierten en un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones o PS y los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS. De la misma forma, los híbridos de deuda eran originariamente acciones o PS, pero que, posteriormente, al ser utilizados como si fuesen deuda, pasan a ser un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de deuda con la calificación jurídica de acciones o PS y los híbridos financieros de deuda sin la calificación jurídica de acciones o PS.

Dentro de las PPR también es posible realizar una clasificación, la que diferencia entre PPR emitidas de forma directa (emitidas directamente por la propia empresa) y las emitidas de forma indirecta (emitidas por medio de filiales en el extranjero). Las «PPR emitidas de forma indirecta» son instrumentos financieros híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones (ni de PS) instrumentalizados por medio de filiales que operan en mercados distintos a los inversores a los que van dirigidos. Las «PPR emitidas de forma directa» son instrumentos financieros híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones (ni de PS) emitidas por empresas en el mismo mercado de los inversores a los que van dirigidos.

Las PPR cumplen tres características: son instrumentos financieros, no tienen la calificación jurídica de acciones (ni de PS) y son híbridos de capital. Por su parte, las PPR emitidas de forma indirecta cumplen cuatro características: son instrumentos financieros, no tienen la calificación jurídica de acciones (ni de PS), son híbridos de capital, pero, además, utilizan filiales que operan en diferente mercado al de la empresa matriz.

Sin duda, la génesis de las PPR está en las emisiones realizadas de forma indirecta. Las PPR tienen su origen en las emisiones realizadas por empresas estadounidenses a través de empresas instrumentales. Por medio de estas empresas pantalla[25] (sociedades instrumentales, sociedades vehículos, entidad interpuesta, *conduits*, filial instrumental, SPV, *Special Purpose Vehicle*) se convierte la deuda en capital[26].

El mecanismo de emisión de forma indirecta es el siguiente. La sociedad instrumental emite PPR. Una vez suscritos los valores, la empresa pantalla pone a dis-

(25) La Fundación del Español Urgente (18/06/2010) indica que empresa pantalla es «una expresión adecuada», dado que el Diccionario académico define pantalla en una de sus acepciones como «la persona o cosa que distrae la atención para encubrir u ocultar algo o a alguien». La expresión empresa pantalla equivale a otras como empresa tapadera, empresa fantasma, empresa interpuesta o empresa de papel.

(26) Las primeras emisiones realizadas a través de empresas instrumentales o *trust* se denominaron TOPRS (*Trust Originated Preferred Securities*). Al poco tiempo de su emisión, las denominaciones que se generalizaron para estas figuras fueron MIPS (*monthly-income preferred socks*) y QUIPS (*quaterly-income preferred socks*) en atención al periodo de cadencia de la remuneración de los híbridos. *Vid.* KHANA, A; MC CONNEL, J.J.: «MIPS, QUIPS and TOPRS: old wine in new bottles», *Journal of Applied Corporate Finance*, núm. 1, 1998, pp. 40-52.

Revista DBB 130.indb 173 26/09/13 10:38

posición de la matriz los recursos financieros obtenidos con la emisión, lo que «se formalizaba jurídicamente como una deuda a largo plazo de naturaleza subordinada» (*junior-subordinated deferrable-interest debentures*)[27] entre la matriz y la empresa instrumental. Los intereses de este préstamo «reproducen la cadencia de los pagos de las PPR», de manera que se permite a la empresa pantalla el pago de los dividendos devengados por las PPR[28].

Esta complicada construcción tiene su justificación en la búsqueda de la mejor calificación posible del instrumento. Desde la perspectiva fiscal[29], los intereses de la deuda contraída con la empresa pantalla representan un gasto financiero de la matriz a efectos fiscales, mientras que desde la perspectiva regulatoria[30], las emisiones se consideran recursos propios básicos (*Tier* 1 Capital)[31].

Sobre la naturaleza de las PPR, existen dudas sobre si son pasivo exigible o pasivo no exigible[32]. El artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros (Ley 13/1985) establece que las PPR son recursos propios. Algunos autores aportan argumentos diversos para afirmar que integran el pasivo exigible, mientras que otros los ofrecen para aseverar que son pasivo no exigible[33]. Por un lado, se establece un argumento por el que las PPR no son acciones ni PS: «La base de cálculo de este de-

---

(27) *Vid.* BAJAS, MUKESH; MAZUMDAR, SUMON, C; SARIN, ATULYA: «The cost of issuing preferred stock», *Journal of Financial Research*, 25 (4), 2002, pp. 577-592. CARY; COLLINS; WANSLEY: «The impact of trust preferred issuance of bank default risk and cash-flow: evidence from the debt and equity markets», *The Financial Review*, may, vol. 38, núm. 2, 2003, pp. 235 y ss. HARRIS, A.J.: «Trust preferred securities still eligible capital treatment; new rules are a compromise», *Banking law journal*, vol. 121, núm. 8, 688-696, 2004, p. 688.

(28) SINKEY, J.F.J.: «Bank capital structure, regulatory capital, and securities innovations», *Journal of Money, Credit & Banking*, núm. 3, 301-335, 2003, p. 301. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones preferentes: un híbrido supletorio del capital social*, Thomson Civitas, Madrid, 2005, p. 16.

(29) La perspectiva fiscal puede observarse en HESKINS, M.: «Can the IRS maintain the debt-equity distinction in the face of structures notes?», *Harvard Journal of Legislation*, 32, 1995, pp. 524 y ss.

(30) La perspectiva regulatoria puede observarse en FRISCHMANN, P.J.; KIMMEL, P.D.; WARFIELD, T.D.: «Innovation in preferred stock: current developments and implications for Financial Reportings», *Accounting Horizons*, september, 1999, pp. 201-218.

(31) La utilización masiva de las PPR se produce a partir del 21 de octubre de 1996, cuando la Reserva Federal estadounidense reconoció a las *holdings* bancarias (*bank holding companies*) la posibilidad de inscribir el capital suministrado en recursos propios básicos.

(32) Las dudas sobre su naturaleza se derivan, fundamentalmente, porque las PPR «... combinan un riesgo intermedio entre el de renta fija y el de renta variable». *Vid.* CNMV: *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999.

(33) Las PPR son distintas de las acciones, de los instrumentos de deuda y de las cuotas participativas de las cajas de ahorro. En este sentido, la doctrina afirma que la diferenciación tipológica entre PPR y acciones «es muy oscura». *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Gobierno corporativo e híbridos financieros...», *op. cit.*, 2005, pp. 600-601. El autor continúa afirmando que las PPR «no son acciones ni obligaciones, sino que realmente son participaciones preferentes; nuestra Ley ha tipificado un nuevo híbrido financiero como *tertium genus* entre los dos modelos paradigmáticos de financiación permanente». *Ibidem*, p. 604.

Revista DBB 130.indb 174 26/09/13 10:38

nominado dividendo es el valor nominal de las PPR y no el beneficio repartible; siendo el porcentaje aplicable a dicha base de cálculo una tasa de interés y no la expresión aritmética de la parte alícuota del capital social desembolsado de cada socio»(34). Éste no puede ser un criterio para diferenciar si son pasivo exigible o no exigible, porque las acciones o PS privilegiadas, que son claramente clases, pueden estar configuradas de forma que tengan una remuneración predeterminada(35). Por otro lado, otra autora establece que las PPR «son recursos propios pero no integran el capital social»(36). Este argumento tampoco puede ser utilizado con el PGC 2007, donde existen diversas acciones (algunas acciones rescatables, sin voto y preferentes) que no forman parte del capital social(37). Por último, se ha afirmado que todas las PPR son pasivo no exigible, al afirmar que «las participaciones preferentes integran el capital social de una sociedad anónima»(38). Esto no es cierto porque es imposible generalizar la naturaleza de las PPR; es imprescindible diferenciar entre emisiones directas e indirectas. Por tanto, la naturaleza de las PPR depende de si son directas e indirectas, y en función de ello, obtener una calificación de cada una de ellas.

2. HÍBRIDOS FINANCIEROS DE CAPITAL

La innovación financiera es el proceso de elaboración y puesta a disposición del cliente de fórmulas de financiación, inversión y de cobertura de riesgos(39). Los

---

(34) *Vid.* YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004, p. 88.

(35) El legislador huye del término técnico «dividendo» para referirse a la remuneración predeterminada del instrumento financiero PPR. Por otro lado, la Ley requiere su cotización en «mercados secundarios organizados», y no necesariamente en la bolsa, como ocurría con las acciones cotizadas españolas. Además, a los inversores no se les hace referencia como accionistas, sino como «titulares».

(36) *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007, pp. 134 y ss.

(37) El preámbulo de la Ley 16/2007, de 4 de julio, expresa el cambio en la contabilización de las clases de acciones, incidiendo en que algunas clases de acciones, y no todas serán pasivos financieros: «En concreto, por lo que se refiere a determinados elementos de balance debe resaltarse que la convergencia del Derecho Mercantil Contable interno (Código de Comercio y sus disposiciones de desarrollo) con las normas internacionales, originará un cambio fundamental en la calificación económico-contable de algunos instrumentos financieros utilizados por las empresas españolas para obtener los recursos necesarios para el desempeño de su actividad. En particular, determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto. De acuerdo con estas definiciones, puede comprobarse que el nuevo modelo contable exigirá una delimitación más precisa de las partidas incluidas en el patrimonio neto, a partir de la definición de los pasivos. Este análisis deberá atender no sólo a la forma jurídica, sino especialmente a la realidad económica de las operaciones, habiéndose incluido este aspecto de manera explícita en el artículo 34, apartado 2, del Código de Comercio. Es decir, se exige en última instancia una calificación de los hechos económicos atendiendo a su fondo, tanto jurídico como propiamente económico, al margen de los instrumentos que se utilicen para su formalización».

(38) *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables…*, *op. cit.*, 2007, p. 135.

(39) La innovación financiera es un proceso integrado por dos subprocesos: la ingeniería financiera y el marketing financiero. El proceso de ingeniería financiera consiste en la construcción y elaboración de productos financieros en los que se materialicen las innovaciones financieras, desarrollando una gran

Revista DBB 130.indb 175 26/09/13 10:38

productos resultantes de la innovación financiera nacen de los principios del Derecho internacional de los que se deriva la autonomía de la voluntad y la libre creación de valores.

De la innovación financiera se han obtenido un elevado número de productos financieros: se han generado los denominados «Nuevos Instrumentos Financieros», en especial los «Instrumentos Derivados», se han estructurado operaciones sobre instrumentos financieros dando lugar a «Instrumentos Sintéticos», y, lo más importante, se han diseñado «Instrumentos Financieros Híbridos o Compuestos» con características de acciones y obligaciones a la vez, tomando como base uno de ellos[40].

De entre todos los medios de innovación financiera, son especialmente relevantes los activos financieros generados en una posición financiera intermedia entre deuda y acción, denominados «híbridos»[41] (*hybrid securities, hybrid finanzierungsinstrumente, valeurs mobilières hybrides, strumenti finanziari, ibridi/partecipativi*). El concepto híbrido financiero agrupa a los instrumentos financieros generados con una posición financiera intermedia entre deuda y acción. El mercado financiero crea unos instrumentos con rasgos de deuda y de participación en fondos propios para intentar aprovechar las ventajas de ambas categorías[42].

El mercado financiero muestra una clara tendencia al acercamiento entre la emisión de deuda y la participación en fondos propios, sin duda para aprovechar las ventajas de la otra categoría, intentando ser más atractiva para la posible elección como inversión. Esa permeabilidad opera en la mayoría de los niveles de distinción, permitiendo encontrar una aproximación en las características de retribución y duración del derecho, produciendo un debilitamiento de la frontera que separa los tradicionales conceptos de acción y deuda. No es la única forma de innovación financiera, pero gran

---

variedad de nuevas fórmulas de financiación, inversión y de cobertura de riesgos. Por su parte, el marketing financiero es el proceso de ofrecer a los clientes el conjunto de innovaciones financieras.

(40) Además de las emisiones que estamos aquí analizando, en la actualidad existe una tendencia a diseñar y emitir otros instrumentos atípicos, algunos de los cuales se han regulado para incrementar su transparencia, caso de los futuros, opciones y *swaps*, frente a otros que no han sido legislados, entre los que se encuentran los productos estructurados, los *Over The Counter* (OTC) o extrabursátiles. Tal es el número de instrumentos diseñados por las empresas, que pueden considerarse generados por la innovación financiera, que fue preciso elaborar una norma ISO, de ámbito internacional, que facilitase una uniformidad terminología al respecto, para así posibilitar la necesaria transparencia y procesamiento electrónico. La ISO-10962 «*Clasification of Financial Instruments*», publicada en 1997, permite catalogar los instrumentos financieros a partir de la atribución de un código alfabético formado por seis caracteres. A esta norma están adheridos un gran número de países, entre ellos España.

(41) El concepto de híbrido financiero es utilizado de forma masiva en la literatura especializada, aunque no todavía en los textos de Derecho positivo. *Vid.* MOURGUES, N.: *Capitaux...*, *op. cit.* pp. 15-150. ENGEL, *et. al.:* «Debt-equity hybrid securities», *op. cit.*, pp. 249-274. LAMANDINI: *Struttura finanziaria e gobernó...*, *op. cit.*, 2001, p. 75. PISANO: «Azioni ed altri...», *op. cit.*, pp. 1268-1315. NELKEN, I.: *Handbook of hybrid instruments: convertible bonds, preferred shares, ELKS, DECS and other mandatory convertible notes*, John Wiley & Sons, 2000.

(42) Todo esto ha permitido afirmar que la financiación con híbridos financieros «tiene su origen en la diversificación financiera». *Vid.* HOWELLS, P.; BAIN, K.: *The economics of money, banking and finance*, 2.ª ed., Prentice Hall, 2002, p. 487.

Revista DBB 130.indb 176 26/09/13 10:38

parte de los productos que origina pueden englobarse dentro de una mezcla de las dos figuras clásicas de inversión a largo plazo.

Los valores mobiliarios, como instrumentos contractuales, han sido objeto de regulación por los principales ordenamientos mercantiles continentales europeos (alemán, francés, español e italiano), diferenciando entre acciones y obligaciones, siendo infrecuente que se optara por emitir valores atípicos derivados de la innovación financiera. Frente a tal proceder, el modelo anglosajón (Estados Unidos y Reino Unido, principalmente), basado en la primacía de los acuerdos entre las partes, posibilitó la emisión de una gran cantidad de instrumentos. La globalización ha propiciado la permeabilidad entre ambos modelos jurídicos, de la que ha surgido la necesidad de armonizar los procedimientos de emisión de instrumentos financieros, eliminando las concepciones de índole exhaustiva y excluyente, dando cabida a la libertad de pactar la emisión de los instrumentos entre los intervinientes de acuerdo a sus necesidades y demandas.

Las finalidades para generar un híbrido son las siguientes:

— Conjugar los aspectos ventajosos de las acciones y de la deuda para resultar más atractivos en el mercado de capitales, ofreciendo a los inversores potenciales, conjuntamente, seguridad y rentabilidad.
— Atraer los accionistas y acreedores hacia su producto. Los accionistas realizan su inversión con la esperanza de recibir dividendos, los beneficios de las ampliaciones de capital y el aumento de cotización de las acciones. Por el contrario, los prestamistas esperan tanto el pago de un interés por la cesión temporal de los fondos, como la devolución del principal en los plazos establecidos en el contrato.
— Conseguir perfiles de rendimiento-riesgo iguales a los instrumentos tradicionales pero con alguna ventaja comparativa: menores costes de transacción, mayor liquidez o mayor apalancamiento.
— Mejorar la rentabilidad a cambio de perder derechos políticos o ganar en liquidez y disminuir el riesgo.
— Intentar acercarse a la posición óptima de confeccionar un título con las características económicas de fondos propios pero con la calificación fiscal de deuda[43].

Las categorías más frecuentes de híbridos son cuatro:

— Con potestad de transformación. Los ejemplos más representativos de instrumentos financieros potencialmente convertibles en otros son: las obligaciones convertibles en acciones[44] y los *warrants*, entendidos como derechos autó-

(43) La emisión de acciones es más gravosa fiscalmente que la emisión de otros valores como la deuda y los empréstitos, ya que los dividendos están más gravados que los intereses. En ciertos aspectos, las PPR consiguen alcanzar esta última finalidad.

(44) Aunque el emisor de ambas figuras no tiene obligación de pagar los cupones, en caso de no obtener beneficios, las obligaciones convertibles tienen mayor liquidez que las PPR.

Revista DBB 130.indb 177 26/09/13 10:38

nomos para suscribir acciones de la misma sociedad o de otra. Históricamente, los primeros híbridos fueron empréstitos convertibles(45). En el mercado estadounidense actual, todavía perviven un gran número de híbridos financieros con potestad de transformación: bonos que ofrecen una conversión en acciones a voluntad del emisor (*call debt*), a un precio establecido (*call price*) o con un sobrepago (*call premiun*), bonos canjeables por acciones ya existentes en circulación, sin ampliación (*excheangable bonds*), bonos con derecho a adquirir, a un precio cierto, acciones de nueva emisión (*equity warrants*) y bonos con opción doble, o para canjearlos por acciones o para revenderlos nuevamente al emisor (*convertible puttable bond*).

— Con intercambio de derechos. Existe la posibilidad de emitir productos financieros en los que los titulares reciben un derecho adicional a cambio de no poder ejercer algún otro al que normalmente podrían beneficiarse. Las emisiones más utilizadas son las acciones que reciben un derecho adicional en la remuneración a cambio de la limitación en la intervención en la gestión empresarial (por ejemplo, algunas, no todas, acciones sin voto).

— Híbridos de duración. Esta categoría se produce al alargar los plazos de amortización de la deuda hasta convertirse en indefinidos (obligaciones perpetuas(46)) y, en sentido contrario, permitir la amortización de los recursos propios en un momento anterior a la extinción de la sociedad (acciones rescatables). Las obligaciones perpetuas son los integrantes de un empréstito que carece de un plazo establecido de amortización. En su carácter puro no han sido utilizadas masivamente porque la incertidumbre, la inflación y la volatilidad de los tipos de interés las convierte en una inversión un tanto peligrosa; sin embargo, sí pueden ser interesantes en los casos que sean actualizables o revisables, o aún mejor, que concedan una opción de amortización para ambas partes. Por su parte, las acciones rescatables son utilizadas en muchos países desde hace tiempo, aunque en España no existió regulación hasta la LRLMV de 1998.

— Híbridos de retribución. Por un lado, existen múltiples fórmulas de interesar al prestamista en la gestión, fundamentalmente, vinculando su retribución a la marcha próspera o adversa del prestatario (admisión de riesgo por parte de ciertos acreedores como en las obligaciones participativas). Por el otro, es posible incluir medios para garantizar un privilegio retributivo mínimo del socio (parcial exoneración del riesgo empresarial como en los dividendos preferentes).

---

(45) La primera emisión de híbridos financieros fue realizada, en 1850, por la *Erie Railroad* estadounidense, y consistió en una *convertible bonds* que anexaba una opción que otorgaba el derecho a canjearlos por acciones al inversor. *Vid.* SCHWARTZ, R.J.; CLIFFORD W.S.J.: *Advanced Strategies in Financial Risk Management*. New York Institute of Finance, New York, 1993.

(46) Dentro del concepto amplio de obligaciones perpetuas, encontramos las *irredeemable annuites*, obligaciones perpetuas cuya restitución está prevista en el momento de la liquidación de la sociedad y las *trust preferred securities*, títulos de débito de larguísima duración, las cuales atribuyen a un derecho al reembolso postergado respecto a todos los otros débitos de la sociedad emisora.

Revista DBB 130.indb 178 26/09/13 10:38

Los apartados siguientes se centran en el estudio de la regulación de los híbridos de capital, que pueden definirse como los híbridos financieros constituidos por deudas utilizadas como capital, ya que dentro de ellos se encuentran las PPR. Todo esto se hará partiendo de las siguientes ideas. El concepto híbrido financiero agrupa a los instrumentos financieros generados con una posición financiera intermedia entre deuda y acción. Los híbridos financieros se dividen en híbridos de capital e híbridos de deudas. Los híbridos de capital son los híbridos financieros constituidos por una emisión de deudas utilizadas en función de capital; por su parte, la categoría híbridos de deuda recoge todos los híbridos financieros compuestos por acciones o PS que son utilizadas como deudas. Los híbridos de capital eran originariamente deudas, pero, posteriormente, al ser utilizados como si fuesen capital, se convierten en un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones o PS y los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS. De la misma forma, los híbridos de deuda eran originariamente acciones o PS, pero posteriormente, al ser utilizados como si fuesen deuda, pasan a ser un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de deuda con la calificación jurídica de acciones o PS, y los híbridos financieros de deuda sin la calificación jurídica de acciones o PS.

3. HÍBRIDOS DE CAPITAL EN EL DERECHO COMPARADO

Los híbridos de capital tienen importancia internacional desde que, cumpliendo unos requisitos, pueden ser considerados *Tier* 1[(47)]; así ocurrió en Alemania, Estados Unidos, Italia y Reino Unido. En Francia, por el contrario, nacen con un objetivo más fiscal, pues eran emisiones asimilables a fondos propios, pero con la condición fiscal de deuda. La regulación española de la figura se basa más en la francesa[(48)].

3.1. Reino Unido

En el Reino Unido, el modelo de configuración de instrumentos financieros híbridos de capital está materializado en emisiones de deuda perpetua[(49)].

---

(47) El Tier 1 bancario recoge el *core capital:* el básico más las PPR. Para observar cada uno de los componentes de *Tier* I, *Tier* II y *Tier* III, consultar DA SILVA RIBEIRO, M.: «Aspectos fundamentais do novo acordo de Basileia», *Revista de Contabilidade e Finanças*, 2006, pp. 4-10.

(48) La comparativa entre las regulaciones internacionales de la figura está muy estudiada. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «El requisito de mantenimiento de la integridad del capital social tras la reforma contable (Ley 16/2007, de 4 de julio)», *18.º Forum de l'auditor profesional*, Sitges, 3 y 4 de julio, 2008. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones preferentes..., op. cit.*, 2005. FERNÁNDEZ DEL POZO: «Gobierno corporativo...», *op. cit.*, 2005, pp. 571-615.

(49) En el Reino Unido, además de las figuras analizadas, también es posible emitir obligaciones perpetuas con cláusulas de conversión en acciones (*mandatory convertibles*).

Revista DBB 130.indb 179 26/09/13 10:38

La primera regulación sobre los híbridos de capital en el Reino Unido fue realizada en *The Companies Clause Act* de 1863, donde se contemplaba la emisión de *debenture stock* por parte de las sociedades de capital. Estos valores compartían rasgos de acciones y de obligaciones. Su carácter perpetuo se derivaba de que sólo eran rescatables «por la disolución de la compañía o por la reiterada falta de pago de interés»(50). Son híbridos porque «sus titulares solamente podían ser remunerados con beneficios, y además, porque se confería algún derecho político como el de designar administradores para el supuesto de impago de la deuda»(51). Los acreedores tenían preferencia en el cobro respecto a los titulares de *debenture stock.*

A partir de esta inicial regulación, el legislador británico ha regulado la emisión de las deudas perpetuas (*perpetual debentures*) en los sucesivos textos: *The Companies Act* de 1907 (s. 193), *The Companies Act* de 1929 (s. 190), *The Companies Act* de 1948 (s. 89), *The Companies Act* de 1985 (s. 293) y *The Companies Act* de 2006 (s. 739). También son admitidas en dos legislaciones escocesas: *Conveyancing and Feudal Reform Act* 1970 (s. 11) y *Redemption of Standard Decurities Act* 1971.

Los híbridos de capital en el Reino Unido toman impulso tras una regulación en el año 1984(52). El Banco de Inglaterra(53) admite que cierta deuda perpetua y subordinada (*perpetual subordinated debt*) se califique como recurso propio básico *(primary capital)* del emisor si cumple una serie de requisitos. La respuesta a este pronunciamiento es la emisión masiva de un gran número de *perpetual subordinated debt*(54), muchas de ellas cotizadas.

Existen seis requisitos, que debe reunir la emisión de deuda perpetua y subordinada, para ser tratada como recurso propio básico:

— Subordinación del instrumento a todos los créditos ordinarios del emisor.
— Irredimibilidad a petición del tenedor.
— Redimibilidad a petición del emisor condicionada a la autorización de la autoridad de supervisión, que debe contrastar la solvencia de la entidad en términos de suficiencia de sus recursos propios.
— Convertibilidad legal automática en capital en caso de pérdidas.

---

(50) *Vid.* TOPHAM, A.F.; BUCHANAN-DUNLOP, R.: *Palmer's Company Precedents, Debentures,* London, 1952, pp. 31 y ss.

(51) *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones preferentes..., op. cit.*, p. 18.

(52) La modificación legislativa es realizada inmediatamente después de la emisión de deuda perpetua de la *National Westminster Finance B.V.* realizada en 1984, por un importe de 500 millones de libras. *Vid.* BANK OF ENGLAND: *Quaterly Bulletin*, 2 june, Bank of England, London, 1984, p. 184.

(53) *Vid.* BANK OF ENGLAND: *Subordinated loan Capital Issued by Recognised Banks and Licensed Deposit-Takers*, 28 november, Bank of England, London, 1984, p. 193.

(54) El propio Estado británico tiene emitidos títulos de deuda perpetua «en las que el gobierno británico no tiene la obligación de reembolsar, pero que ofrecen anualmente una renta fija a perpetuidad». *Vid.* BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARUS, Alan J.: *Fundamentals of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996, p. 28.

Revista DBB 130.indb 180 26/09/13 10:38

— Limitación cuantitativa de la deuda perpetua viva que no puede exceder de la mitad del capital básico.

— Limitación cuantitativa conjunta de la deuda subordinada perpetua y a plazo.

En 2003, la autoridad supervisora británica(55) modificó el marco regulatorio, de forma que los instrumentos de capital innovativos (*Innovative Tier 1 capital*), al incorporar un reajuste automático y aplazado de la estructura de determinación del tipo de interés, se incluyan entre los recursos propios de mejor calidad (*Tier* 1)(56).

3.2. Estados Unidos

La primera emisión de híbridos financieros de todo el mundo fue realizada por la *Erie Railroad*, en 1850 en Estados Unidos, y consistió en una *convertible debentures* que anexaba una opción que otorgaba, al inversor, el derecho a canjearlos por acciones.

Desde el principio del siglo XX, en el Derecho de Estados Unidos, además de todas las acciones, es posible que las obligaciones tengan derecho de voto (*voting bonds*)(57), porque este derecho se resuelve en los estatutos. Las únicas reticencias a admitir los empréstitos con voto tuvieron su origen, muy posteriormente, en los órganos reguladores de las Bolsas de Valores (la SEC principalmente).

En la actualidad coexisten un gran número de obligaciones perpetuas (*perpetual debentures*), fundamentalmente emitidas por empresas de servicios financieros (AIG(58), Citigroup(59), J.P Morgan(60)), aunque también son utilizadas por compañías de otro tipo de actividades (Bellsouth(61), Coca-Cola(62), Columbia(63), PepsiCo(64) y Walt Disney(65)).

---

(55) FINANCIAL SERVICES AUTHORITY: «Interim Prudential Sourcebook», Banks, section 5, <www.fsa.gov.uk>, *Financial Services Authority*, 2003, *section* 5.

(56) Con esta reforma el legislador británico sigue el denominado «acuerdo de Sydney» del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones..., op, cit.*, 2005, p. 20.

(57) «Las obligaciones con voto (*voting bonds*) parece haberse debido a una feliz intuición del entonces gobernador de Nueva York F.D. Roosevelt muy a principios del siglo XX. Dicho instrumento revolucionario tuvo una cierta difusión en la fase sucesiva a la Gran Depresión». *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Un nuevo puzle», Diario *Cinco Días*, OPINIÓN, 15 de diciembre de 2003, p. 3. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Gobierno corporativo...», *op. cit.*, 2005, p. 607.

(58) *Vid.* AMERICAN INT'L GROUP: *Annual Report 2009*, AIG, London, 2010.

(59) *Vid.* CITIGROUP INC.: *Annual Report 2009*, Citi, New York, 2010.

(60) *Vid.* J.P. MORGAN CHASE *& Co.*: *Annual Report 2009*, JPM, New York, 2010.

(61) *Vid.* BELLSOUTH: *Annual Report 2009*, Bellsouth, Atlanta, 2010.

(62) *Vid.* THE COCA-COLA COMPANY: *Annual Report 2009*, The Coca-Cola Company, Atlanta, 2010.

(63) *Vid.* COLUMBIA INC.: *Annual Report 2009*, Columbia, New York, 2010.

(64) *Vid.* PEPSICO INC.: *Annual Report 2009*, PepsiCo Inc., North Caroline, 2010.

(65) *Vid.* WALT DISNEY ENTERPRISES, INC.: *Annual Report 2009*, Disney Enterprises, Inc., Burbank, California, 2010.

Revista DBB 130.indb 181 26/09/13 10:38

A pesar de la importancia inicial de estas tres figuras (*convertible debentures, voting bonds* y *perpetual debentures*), en Estados Unidos son más frecuentes otras emisiones que podrían ser encuadradas dentro de las PPR. Es decir, los híbridos de capital en Estados Unidos se han materializado mayoritariamente en PPR, entendidas como emisiones de instrumentos financieros de deudas empleadas como capital.

Las PPR tienen su origen en las emisiones realizadas indirectamente por empresas a través de empresas instrumentales. A través de estas empresas pantalla se convierte la deuda en capital. Las emisiones realizadas a través de empresas instrumentales se denominaron TOPRS (*Trust Originated Preferres Securities*)(66), aunque al poco tiempo pasaron a designarse como MIPS (*monthly-income preferred stocks*) y QUIPS (*quaterly-income preferred stocks*) en atención al periodo de cadencia de la remuneración de los híbridos(67).

Este tipo de emisiones se pusieron de moda a partir del 21 de octubre de 1996, cuando la Reserva Federal estadounidense reconoció a los holdings bancarios (*bank holding companies*) la posibilidad de inscribirlas en los recursos propios básicos(68).

3.3. Alemania

No existe una verdadera tipificación de los híbridos financieros en el Derecho de Sociedades alemán, sino que se utilizan mayoritariamente los bonos de disfrute(69) para este fin(70). Con ello se reconoce la posibilidad de «crear el mismo instrumento (igual contenido de derechos y obligaciones que el bono de disfrute) por distinta causa jurídica que la típica; no como mecanismo para compensar al titular de acciones amortizadas, sino como contrapartida de aportaciones financieras suplementarias»(71).

---

(66) Las primeras de estas emisiones fueron diseñadas por entidades no financieras estadounidenses: Texaco en octubre de 1993 y Merril Lynch en 1995. *Vid.* JOHNSON; MC LAUGHLING, *op. cit.* 1997, p. 697.

(67) El origen de las emisiones realizadas a través de empresas instrumentales, y los primeros pasos de las TOPRS, MIPS y QUIPS es analizado con detalle doctrinalmente. *Vid.* BAJAS, Mukesh; MAZUMDAR, Sumon, C; SARIN, Atulya: «The cost of issuing preferred stock», *Journal of Financial Research*, 25 (4), 2002, pp. 577-592. CARY; COLLINS; WANSLEY: «The impact of trust preferred issuance of bank default risk and cash-flow: evidence from the debt and equity markets», *The Financial Review*, may, vol. 38, núm. 2, 2003, pp. 235 y ss. HARRIS, A.J.: «Trust preferred securities still eligible capital treatment; new rules are a compromise», *Banking law journal*, vol. 121, núm. 8, 688-696, 2004, pp. 688-696.

(68) Esta regulación fue tan atractiva que «a finales de 1999, casi 300 compañías habían emitido alrededor de 65 billones de dólares en estos instrumentos financieros». *Vid.* SINKEY, J.F.J.: «Bank capital structure, regulatory capital, and securities inonovations», *Journal of Money, Credit & Banking,* núm. 3, 301-335, 2003, p. 301.

(69) Los bonos de disfrute son entregados a los titulares de acciones amortizadas en muchas legislaciones.

(70) El legislador alemán también regula las participaciones participativas que, aunque minoritariamente, han sido utilizados como híbridos de capital.

(71) *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones...*, *op. cit.*, p. 21. Los productos financieros pueden incorporar derechos patrimoniales como el de participación en beneficios y el de reembolso

Revista DBB 130.indb 182 26/09/13 10:38

Aunque la tipificación legal en Alemania es escasa, la doctrina alemana[72] reconoce muchos productos como híbridos financieros: *Genussrechte* (*Genussscheine* – bono de disfrute), *Wandel - oder Optionsanleihen* (bonos convertibles), *Patriarische Darlehen* (préstamo con carácter de participación), *Gewinnschuldverschreibungen* (*Schuldverschreibungen, bei denen die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden*), *Wandelschuldverschreibungen* (*Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt wird, Stille Beteiligungen* (participación capitalista) y *Nachrangige Darlehen* (préstamos subordinados). Sin duda, el más utilizado son los bonos de disfrute.

El Derecho positivo alemán casi no regula los híbridos financieros, sin embargo, la práctica de los negocios instauró el bono de disfrute como un mecanismo para compensar financieramente las acciones que se amortizaban por el nominal; la figura fue definida por la práctica como un crédito participativo que no incorporaba el voto y que se representaba en un título (*Genusschein*). Aunque esta compensación era la finalidad inicial de esta figura, posteriormente, se utilizó para los más diversos propósitos: como bono de disfrute con ocasión de amortización de acciones, como mecanismo para remunerar a los fundadores, como instrumento para retribuir participativamente a los trabajadores (y directivos) o como técnica financiera de fortalecimiento de recursos propios[73].

El *Genusschein* se ha convertido, en la práctica financiera alemana, en un instrumento financiero muy flexible, permitiendo mucha libertad a su especificación en el contrato de emisión.

La legislación mercantil alemana solamente regula la figura colateralmente en el § 221.1 y § 221.4 de la AktG. La verdadera regulación del *Genusschein* aparece en la legislación de las entidades de crédito[74]. Como consecuencia de esta norma, se produce la generalizada utilización de la figura, por parte de las entidades de crédito, como mecanismo de reforzamiento de los recursos propios. La principal restricción de estos instrumentos es que no pueden incorporar los derechos que son exclusivos de los accionistas. Esto no es obstáculo para que algunas emisiones[75] concedan a su titular los

---

en caso de liquidación, y ciertos derechos administrativos, de supervisión y de información. Sin embargo, la jurisprudencia deja claro que los bonos de disfrute no otorgan a sus titulares los derechos inherentes a la condición de accionistas, en concreto no permiten la concesión del voto en la junta de accionistas. *Vid. Typisschen Vermögensrechte eines Aktionärs,* BGHZ 119, 305, 310 (caso Klöckner). En España, el artículo 341.2 TRLSC tampoco permite la concesión del derecho de voto a los titulares de bonos de disfrute.

(72) *Vid.* BECKER, H.P.: *Investition und Finanzierung*, Haufe, Freiburg, 2010.

(73) Las emisiones se iniciaron en las sociedades concesionarias de ferrocarril, aunque posteriormente se amplió su utilización a un gran número de sectores.

(74) *Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank - und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften*, BGBl. I 1997, S. 2518, § 10, 5-6 del KWG aprobada por la Ley de 22 de octubre de 1997.

(75) *Vid.* LUTTER, M.: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, RDN,* Köln-Berlin-Bonn-München, 1989, p. 584.

Revista DBB 130.indb 183 26/09/13 10:38

derechos de información, participación en la junta general de accionistas, derecho al reembolso en caso de liquidación y/o un derecho preferente de adquisición en el caso de emisión de nuevos valores por parte del emisor; además, los titulares pueden estar sindicados de manera que puedan defender sus derechos.

La legislación alemana sobre PPR tiene influencia directa sobre la regulación austriaca, belga y suiza. En Austria, al igual que en Alemania, no existe una verdadera tipificación de los híbridos financieros en el Derecho de Sociedades, sino que se utilizan para este fin los bonos de disfrute. En la legislación austriaca, el bono de disfrute no suele utilizarse como mecanismo para compensar al titular de acciones amortizadas, sino más bien como contrapartida de aportaciones financieras suplementarias.

El legislador belga disciplina un activo financiero híbrido de capital: las *parts bénéficiaries*(76). Poseen rasgos análogos a los de las acciones, pero sin estar inscritos en el capital social(77). El legislador obliga a incluirlos en el «Capital-participación»(78).

La legislación reserva la determinación de la contrapartida del instrumento financiero a lo establecido en los estatutos. En concreto, se pueden emitir participaciones como contrapartida a aportaciones dinerarias, no dinerarias e, incluso, a aportaciones no susceptibles de valoración económica(79).

Las *partes bénéficiaries* pueden agruparse en diferentes categorías, en función de los diferentes derechos que incorporan(80). La legislación reserva el contenido de los derechos patrimoniales del título a lo establecido en los estatutos(81). La legislación permite la atribución del derecho de voto, aunque tiene tres limitaciones: en primer lugar no puede concederse más de un voto por título, en segundo lugar el número total de votos atribuibles al conjunto de los partícipes no puede exceder de la mitad del número de votos de los accionistas, y, por último, el voto de los partícipes en una votación en la asamblea no puede exceder de los dos tercios de los votos emitidos por los accionistas(82).

En la primera regulación suiza, como en Austria y Alemania, no existe una tipificación específica de los híbridos financieros en el Derecho de Sociedades, sino que se utilizan los bonos de disfrute (*bons de jouissance*) para este fin. Aquí también se reconoce la posibilidad de crear el mismo instrumento (igual contenido de derechos y

---

(76) El *Code des Sociétés* regula el régimen jurídico de las *parts bénéficiaries* en el artículo 483 *Code des Sociétés*.

(77) La Comisión de la Unión Europea ha debido dictaminar sobre la naturaleza jurídica de las *partes bénéficiaries.* Esta se produjo en la Decisión de 19 de julio de 1995 de la Comisión de la Unión Europea en el caso Swissair vs SABENA. En este dictamen, la Comisión entendió que las emisiones de esta figura no eran, en esencia, verdaderos fondos propios y que no debían ser incorporados al capital social.

(78) Artículo 483 *Code des Sociétés*.

(79) Artículo 443 *Code des Sociétés*.

(80) Artículo 453 *Code des Sociétés*.

(81) Artículos 483 y 484 *Code des Sociétés*.

(82) Artículo 559 *Code des Sociétés*.

Revista DBB 130.indb 184 26/09/13 10:38

obligaciones que el bono de disfrute) por distinta causa jurídica que la típica; no como mecanismo para compensar al titular de acciones amortizadas, sino como contrapartida de aportaciones financieras suplementarias(83). Estos instrumentos financieros poseen rasgos análogos a los de las acciones, pero sin estar inscritos en el capital social, el legislador propone que se incluyan en el «Capital-participación»(84).

Esta situación, de utilizar una figura legislada como otra sin legislar, se mantiene hasta 1991. La Ley Federal de 4 de octubre de 1991 estableció un sistema mixto en el que conviven dos figuras: bonos de disfrute (*bons de jouissance*)(85) y una nueva alternativa, bonos de participación (*bons de participation*)(86), regulados como un híbrido de capital. Los *bons de participation* forman el *capital-participation*, regulado por las reglas del capital social. Al contrario que los *bons de jouissance,* tienen valor nominal. Los *bons de participation* carecen de derecho de voto, pero pueden incorporar ciertos derechos administrativos como el de información. También se reconoce el derecho de suscripción preferente en la emisión de *bons de participation*(87). Además, los titulares están sindicados de manera que puedan defender sus derechos. Los estatutos pueden reconocer al partícipe el derecho de nombrar un vocal en el consejo de administración(88). Aunque los *bons de participation* representan una fracción del *capital-participation* y tienen un valor nominal, no les son aplicables las disposiciones sobre desembolso mínimo de las acciones(89).

3.4. Francia

La admisión expresa y generalizada de las PPR en el Derecho francés no se produjo hasta el siglo XX, cuando las sociedades de capital «optaron por diseñar estructuras más complejas»(90), lo que favoreció su reconocimiento legislativo, ya que «era necesario dotarlas de un marco jurídico propio»(91).

La Ley de 26 de junio de 1957 introdujo los *certificats pétrolier*, valores mobiliarios negociables que recogen todos los derechos inherentes a las acciones, salvo el de

---

(83) La primera vez que se utilizaron en Suiza los *bons de jouissance*, como instrumento de financiación directa (emisión como contrapartida en metálico del emisor) alternativa del capital social, fue la emisión de *Swisspetrol Holding AG* en 1960.

(84) La doctrina ha considerado al «Capital-participación» de Bélgica y Suiza como «Capital social-bis». *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Gobierno corporativo...», *op. cit.*, 2005, pp. 578-579.

(85) Los bonos de disfrute (*bons de jouissance*) están legislados en el artículo 657 del *Code des Sociétés.*

(86) Los bonos de participación (*bons de participation*) están regulados en los artículos 656.a-656.g *Code des Obligations.*

(87) Artículo 656.g).1. *Code des Obligations*.

(88) Artículo 656.e) *Code des Obligations*.

(89) Artículos 656.a)-656.g) *Code des Obligations*.

(90) *Vid.* DANOS. G.: *Les actions a vote plural*, *op. cit.*, p. 19.

(91) *Vid.* CORDONNIER, P.: «L'egalité entre actionnaires avant et depuis la Loi du 22 novembre 1913», *Journal des Sociétés*, 5-62, 1924, p. 5.

Revista DBB 130.indb 185 26/09/13 10:38

voto. El Consejo de Ministros fijó las condiciones en las que el Estado, así como las personas jurídicas, públicas o privadas, que estuvieran especialmente autorizadas por Decreto, pudieran emitir esta figura. La emisión por parte de sociedades privadas se limitó a las sociedades de hidrocarburos con el objetivo de permitir al Estado conservar su posición prevalente sin renunciar a la obtención de recursos. Por las características de estos certificados, los titulares podían confundirse con la posición de accionista: representación al portador o nominativos y atribución de derechos económicos (incluido el derecho de suscripción preferente). Los titulares de los certificados no pueden considerarse accionistas(92) por dos razones; en primer lugar porque no pueden ejercitar todos los derechos reconocidos a la acción(93); en segundo lugar, porque al analizar la terminología del producto, se habla de certificados negociables y no de acciones.

Por su parte, la Ley de 13 de julio de 1978, relativa a la «orientación al ahorro a la financiación de empresas» (Ley *Monroy*), reguló los préstamos participativos subordinados (*prêts participatifs*)(94). La finalidad de este texto era contribuir al fortalecimiento de los recursos propios de las empresas francesas, mediante fórmulas de financiación asimiladas a los fondos propios pero que conservaban, desde la perspectiva fiscal, la condición de crédito(95).

Más adelante, la Ley de 3 de enero de 1983 para el desarrollo de las inversiones y la protección del ahorro (Ley *Delors)* permitió la creación de tres tipos de híbridos de capital: *titres participatifs, certificat d'investissement* y *certificat de droit de vote*.

Los títulos participativos (*titres participatifs)* fueron utilizados como instrumento para mantener el control estatal tras las privatizaciones de grupos industriales y financieros en 1982(96). Aunque en principio sólo podían ser emitidas por el Estado, a partir de la Ley de 11 de julio de 1985, los *titres participatifs* podían ser emitidos también por las «sociedades anónimas cooperativas, los organismos estatales de carácter industrial y comercial, los bancos mutualistas y cooperativos y las cooperativas agrícolas»(97). Los *titres participatifs* son valores mobiliarios con remuneración mixta: constan de una parte fija y otra variable en función de los resultados del emisor(98). Estos títulos tienen una duración indeterminada, no son amortizables y sólo son reembolsables tras todos los acreedores comunes y en el caso de liquidación de la entidad

---

(92) *Vid.* RAULT, J.: «Les certificats pétroliers», *Revue Droit Commercial*, 843-878, 1957, pp. 844-846.

(93) *Vid.* FABBRI, S.: «Il certificati petrolieri», *Rivista della de Societá*, 624-630, 1958, p. 629.

(94) La Ley de 13 de julio de 1978, relativa a la «orientación al ahorro a la financiación de empresas» (Ley *Monroy*) es la inspiradora de la legislación española sobre los préstamos participativos.

(95) Artículo 25 de la Ley de 13 de julio de 1978.

(96) El Estado necesitaba refinanciar el gran coste de la operación de privatización, sin que supusiera la pérdida de control público en las empresas nacionalizadas.

(97) El éxito de los *titres participatifs* es muy escaso, tanto que no hay ninguna emisión de ellos desde 1990. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Gobierno corporativo...», *op. cit.*, 2005, p. 583.

(98) En los *titres participatifs,* la retribución de los partícipes consta de una parte fija y otra variable en función de los resultados empresariales de la prestataria, al igual que ocurre con los préstamos participativos españoles.

Revista DBB 130.indb 186 26/09/13 10:38

emisora. No obstante, en el contrato de emisión, la sociedad emisora puede reservarse un derecho de rescate anticipado que no podría ser ejercitado antes de siete años desde la emisión(99). Se admite la autocartera, siempre que no exceda del plazo de un año, transcurrido el cual los títulos deben ser vendidos o amortizados(100). El resto de la regulación de los *titres participatifs* se asemeja a la establecida para los empréstitos españoles: los partícipes se agrupan en un sindicato que defiende sus intereses, los partícipes tienen derecho de información sobre los documentos sociales y contables como si fuesen accionistas, y el representante del sindicato tiene derecho de asistencia e intervención sin voto en la junta de accionistas del emisor(101).

La Ley *Delors* crea dos valores mobiliarios más, nacidos de la fragmentación de la acción en dos instrumentos financieros separados: el *certificat d'investissement*, que representa los derechos patrimoniales, y el *certificat de droit de vote*, que incorpora los derechos administrativos. Una sociedad anónima, esté cotizada o no, podría emitir ambos por medio de un aumento de capital.

La *Ordonnance núm. 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières*(102) refunde la mayoría de las figuras de híbridos de capital existentes en un nuevo instrumento financiero. Desde la entrada en vigor de esta Ley, no podrán emitirse tres antiguas figuras de híbrido de capital: *prêts participatifs*, *certificat d'investissement* y *certificat de droit de vote*. Sólo se permite seguir emitiendo los *titres participatifs*, en atención a su particular finalidad. A partir de esta Ley, solamente es válida la creación de dos tipos de híbridos: los *titres participatifs,* única figura que se mantiene de leyes anteriores, y las *actions préférence,* una figura de nueva creación. El nuevo híbrido, las *actions préférence*, es la adaptación a la legislación francesa de las PPR utilizadas en los mercados anglosajones. El contenido de derechos y obligaciones de los titulares está sujeta a la total determinación del emisor. La Ley contempla la posibilidad de aumentar y disminuir los derechos, tanto políticos como patrimoniales; también se permite su conversión en acciones ordinarias.

3.5. Italia

El Código de Comercio de 1882 permitía la emisión de híbridos denominados *azioni industriali*. El *Codice Civile* de 1942 regula los *certificati di partecipazioni*, valores que atribuían al poseedor «el derecho a obtener una parte de los beneficios del emisor»(103).

El artículo 2.355 del *Codice Civile* actual regula las *azioni de godimento* y los *boni de godimento*. Las *azioni de godimento* tienen derechos patrimoniales y adminis-

(99) Artículo 228-36 Ley de 3 de enero de 1983.

(100) Artículo 242-7 Ley de 3 de enero de 1983.

(101) Artículos 228-36 y 228-37 Ley de 3 de enero de 1983.

(102) Diario Oficial de 26 de junio de 2004. Decreto de aplicación núm. 2005-10 de febrero de 2005.

(103) *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Gobierno corporativo e híbridos...», *op. cit.*, 2005, pp. 584-585.

Revista DBB 130.indb 187 26/09/13 10:38

trativos, mientras que los *boni de godimento* no tienen derecho a voto pero poseen los mismos derechos patrimoniales que las *azioni de godimento.*

El artículo 12 del «*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*» de 1993 introdujo la deuda perpetua subordinada computable en recursos propios básicos *(patrimonio di base)*(104).

Actualmente, el Derecho italiano(105) ha creado una nueva categoría, *instrumenti finanzari partecipativi*(106), para recoger un híbrido distinto de la acción y de la obligación, caracterizado por una amplia autonomía de la voluntad y sujeto a un mínimo marco legal específico. El legislador italiano permite que el titular del híbrido tenga derechos patrimoniales (como el de participación en los beneficios del emisor o el de reembolso en caso de liquidación), y ciertos derechos administrativos, de supervisión y de información, pero nunca el de voto(107); el legislador reserva el derecho de voto en la asamblea a los accionistas en exclusividad(108).

4. PARTICIPACIONES PREFERENTES EN EL DERECHO ESPAÑOL

Las PPR no tienen reflejo en el ordenamiento jurídico español hasta julio de 2003, fecha de entrada en vigor de la Ley 19/2003. Sin embargo, existe otra fecha, noviembre de 1998, clave para estudiar la evolución de la figura. En ese momento, se produjo la primera emisión de PPR por parte de una empresa española destinada a inversores de otro mercado(109); a partir de ahí se multiplicaron este tipo de emisiones.

Con estos datos, es posible identificar tres periodos según las posibilidades de emisión de PPR dictadas por la legislación y la práctica española. En cada una de estas tres fases son aplicables distintas modalidades de PPR. Hasta noviembre de 1998

---

(104) El contenido específico de los derechos se determina por la correspondiente *Iztruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia*, de forma «muy semejante a como se regulan las PPR españolas». *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Las participaciones preferentes...», *op. cit.*, p. 31.

(105) Artículo 2346.6 *Codice Civile*.

(106) La primera experiencia de *certificati di partecipazioni* es la emisión realizada por la sociedad *Eurogest.* Después de ella se produjeron numerosas emisiones, sobre todo entre 1976 y 1983. *Vid.* MARTORANO, F.: «Libertá di creazione dei titoli di credito e autonomia privata», *Banca, Borsa e titulo di credito*, I, 385-399, 1978, p. 385.

(107) Artículos 2346.6-2351.5 *Codice Civile*. El artículo 341.2 TRLSC tampoco permite la concesión en España del derecho de voto a los bonos de disfrute.

(108) *Vid.* MARTORANO, F.: «Libertá di creazione dei titoli», *op. cit.* 1978, p. 385. SBISÄ, G.: «Certificati immobiliari», *Banca, Borsa e titulo di credito*, I, 482-493, 1978, p. 482.

(109) Las primeras PPR realizadas por una empresa española son las integrantes de la emisión realizada por el Banco Bilbao Vizcaya en noviembre de 1998, por medio de la empresa filial «Banco Bilbao Vizcaya *nominee Ltd*», realizada en las Islas Caimán y sujeta al Derecho británico. Esta emisión se realizó el mismo mes y año que la fecha de realización de la LRLMV, razón por la que no se intentaron regular en ese momento. A partir de esta emisión, se sucedieron otras, que se empezaron a dirigir al mercado español previo registro del folleto en la CNMV. Las emisiones de este tipo de valores mobiliarios han sido muy numerosas desde entonces.

Revista DBB 130.indb 188 26/09/13 10:38

se utilizaban únicamente PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas extranjeras. De noviembre de 1998 a julio de 2003 se utilizaban las figuras anteriores y las PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas españolas. Desde julio de 2003 existen tres posibilidades de emisión: las PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas extranjeras, las PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas españolas, y como novedad, las PPR emitidas de forma directa en mercados nacionales por empresas españolas.

Hasta julio de 2003, las sociedades financieras cotizadas españolas realizaban emisiones de *preference shares* en los mercados internacionales a través de filiales domiciliadas en «territorios de baja tributación»(110), fundamentalmente las Islas Caimán(111), buscando recursos de inversores de otros países.

Las PPR son la adaptación a los mercados españoles de la práctica financiera internacional, de inspiración estadounidense, de las acciones preferentes emitidas a través de empresas instrumentales: las MIPS, QUIPS o TOPRS.

---

(110) La denominación de estos territorios varía según el organismo que lo regula. El FMI los denomina «centro financiero extraterritorial» (*offshore*), la OCDE *tax haven* («paraíso fiscal» o la mejor traducción «refugio o guarida fiscal»), mientras que nuestra investigación se propone utilizar «territorios de baja tributación». El FMI define los centros financieros extraterritoriales como «centros donde el grueso de las transacciones del sector financiero..., se efectúa con individuos o compañías que no son residentes de los centros, donde las transacciones se inician en otro lugar y donde la mayoría de las instituciones implicadas están controladas por no residentes» (trad.). *Vid.* FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, june 2002, 23. El RD 1080/1991, de 5 de julio, entiende por paraíso fiscal «al territorio o Estado que se caracteriza por la escasa o nula tributación a que someten a determinada clase de transacciones, ventas o a determinadas personas o entidades que allí encuentran su cobertura y amparo», es decir, carecen de impuestos sobre la renta o el patrimonio o son puramente simbólicos. A efectos de esta investigación, el concepto de territorio de baja tributación tiene otra dimensión: jurisdicciones que prestan servicios financieros a clientes cuya actividad principal se desarrolla en otra jurisdicción, acogiéndose a la menor o nula tributación y a una mínima regulación normativa y sobre todo no cooperadoras con la comunidad internacional.

(111) Aunque las sociedades españolas hayan elegido preferentemente la opción de emitir sus emisiones en las Islas Caimán, este no es el único «territorio de baja tributación». Entre los 35 paraísos fiscales identificados por la OCDE encontramos, además de los del área caribeña de influencia estadounidense, otros muchos en el área europea, tales como las Islas de Man, Jersey o Guernesey, Andorra, Mónaco y Liechtenstein. En el ordenamiento español, el RD 1080/1991, de 5 de julio, fijó 48 territorios como paraísos fiscales. Por su parte, la Directiva 29003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, «en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses» (Directiva del ahorro) estableció 15 territorios sobre los que debía protegerse la UE ante la fuga de capitales: Suiza, Liechtenstein, Mónaco, Andorra, San Marino y diez territorios dependientes o asociados (Islas Caimán, Jersey, las Antillas holandesas, Montserrat, Aruba, Anguilla, Islas Vírgenes, Guernsey, Isla de Man, las Islas turcas y Caicos). Por su parte, en el año 2000, el FMI realizó un estudio de evaluación de 42 centros financieros extraterritoriales cuyas actividades irregulares representan serios riesgos para el sistema financiero global. *Vid.* FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, 23 june 2002. Teniendo en cuenta cualquiera de los listados de regiones, existe una geografía de minúsculos puntos que representan cifras astronómicas en las finanzas internacionales. La gran parte de la inversión en paraísos fiscales tiene como destino las Islas Caimán (42%) y las Islas Vírgenes (40,6%), lo que supone que entre las dos se alcanza el 82,6% de toda la inversión española declarada en paraísos fiscales. *Vid. Expansión*: «Solbes bloquea la fuga de capitales hacia los grandes paraísos fiscales», , 31 de mayo de 2005, p. 28.

Revista DBB 130.indb 189 26/09/13 10:38

La emisión se realiza a través de una filial instrumental, que tiene por objeto exclusivo la realización de este tipo de emisiones para financiar la actividad del grupo. La *Special Purpose Vehicle* se domicilia en un «territorio de baja tributación» para aprovechar las ventajas tributarias que concede. La emisión recibe una certificación de solvencia (*rating*) muy cualificada gracias a que el pago queda «garantizado irrevocable y solidariamente» por la sociedad dominante española(112).

Los derechos políticos y económicos de cada una de las PPR son similares a los conferidos a las acciones (o PS) preferentes, sin voto y rescatables. Entre los derechos patrimoniales destaca la retribución participativa garantizada por la matriz, no acumulativa y condicionada a la solvencia del grupo emisor(113), y el derecho a percibir el precio de amortización (cuota de liquidación) en caso de disolución(114). En ambos derechos existe una subordinación al pago preferente de los demás acreedores. Entre los derechos políticos se incluye el nombramiento de una fracción de los administradores de la sociedad dominante y garante de la emisión en caso de insolvencia de éstas o del grupo.

Las PPR son híbridos financieros que compiten con el resto de formas de financiación, y lo hacen con éxito, porque tienen ventajas jurídicas, fiscales, administrativas y procedimentales. La emisión consigue tener una calificación jurídica muy favorable. Los emisores de PPR obtienen ventajas fiscales(115) con la utilización instrumental del paraíso fiscal y tienen la calificación de gasto deducible del rendimiento satisfecho(116). En el aspecto administrativo de supervisión, el emisor consigue que el importe de la emisión se compute dentro de recursos propios básicos (*Tier one*). Desde el punto de vista operativo, la deslocalización consigue una flexibilización en el procedimiento de emisión, en comparación con los requisitos que regirían si la emisión se hubiese efectuado por un incremento de capital de la dominante o por una sociedad española del grupo.

La reforma parcial del TRLSA realizada en la LRLMV fracasa en su intento de potenciar la emisión de acciones preferentes, sin voto y rescatables, fundamentalmente porque coinciden en el tiempo con el gran éxito de la emisión de PPR en paraísos fiscales. Desde 1998 se produce la emisión masiva de PPR en emisiones deslocalizadas por parte de las empresas y grupos españoles, y muy pocas emisiones de clases de acciones.

---

(112) *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las Participaciones..., op. cit.*, p. 40.

(113) Normalmente, las PPR «tienen una remuneración fija en un primer periodo y variable durante el resto de la vida del producto. La remuneración está condicionada a la obtención de beneficios distribuibles por parte del emisor o de su grupo y no es acumulable». *Vid.* CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, Madrid, 2008, p. 2.

(114) Las PPR «son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizado. Pueden generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido». *Ibidem*, p. 2.

(115) La categorización fiscal de las PPR es detallada en CAZORLA PRIETO, L.M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: «Implicaciones fiscales de las participaciones preferentes», *Estudios en homenaje al profesor Pérez de Ayala*, Editorial Dikynson, Madrid, 2007.

(116) Esta ventaja es derivada de la deslocalización, situación que no se debe dar en todas las PPR.

Revista DBB 130.indb 190 26/09/13 10:38

Ante el poco éxito de la Reforma de 1998, la legislación española varía su estrategia. El legislador parte del hecho de que las emisiones de PPR se comercializaban en España, porque las entidades de crédito las colocaban entre sus propios clientes. Ante esta situación, la CNMV obligó a la verificación administrativa de la emisión, ya que todos los Folletos de emisión deberían ser verificados y registrados por la CNMV, aunque el emisor estuviera sujeto a Ley extranjera. Además, autorizó a que estos activos financieros se negociasen como renta fija en el mercado AIAF junto a pagarés, cédulas hipotecarias y otros activos[117].

La Ley 19/2003 es el texto jurídico español que, con más intensidad, regula las PPR, además de ella, existen dos tipos de normas que legislan la figura. Por un lado, el Reglamento de obligaciones de información respecto de PPR que, con fecha 30 de julio de 2004, establece las obligaciones de información de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, así como de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea (UE). Por el otro, el conjunto de textos que regulan los fondos propios de los intermediarios financieros, principales emisores de las PPR. Antes de analizar con detalle la legislación sobre las PPR, se observa la situación anterior a ésta (antecedentes y riesgos de la situación antes de la regulación), pues permite explicar la motivación y detalle de la posterior normativa.

4.1. Antecedentes de la regulación en España

Las PPR han sido emitidas mayoritariamente por entidades de crédito para mejorar sus coeficientes de cobertura de recursos propios, aunque también un cierto número de sociedades cotizadas de otros sectores ha optado por efectuar emisiones de este tipo de valores negociables.

La regulación aplicable parte de su inclusión en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros (Ley de Coeficientes). La relevancia de la figura se deriva de que el coeficiente de solvencia que deben mantener las entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito, se calcula como el cociente entre recur-

(117) Los Mercados Financieros Oficiales y Organizados en España son tres: Mercados de Renta Fija, Mercados de Renta Variable y Mercado de Derivados. A su vez existen dos Mercados de Renta Fija: Mercado de Renta Fija Privada (AIAF) y Mercado de Deuda Pública. Los mercados de Renta Variable están compuestos por las cuatro Bolsas de Valores (Madrid, Barcelona, Bilbao, Valencia). El Mercado de Derivados en España es el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF).

El AIAF o mercado de renta fija privada es un mercado secundario oficial y organizado, que acoge una variedad de activos de renta fija que cubren distintos plazos. Los Activos de Renta Fija Negociados en el AIAF son fundamentalmente de cinco tipos: pagarés de empresa, bonos y obligaciones, cédulas hipotecarias, emisiones titulizadas y PPR. Los pagarés están destinados a cubrir las necesidades a corto plazo, tanto de inversores como de emisores. Los bonos y obligaciones están concebidos para plazos de dos o más años y admiten distintas variantes en función de los flujos de interés. Las cédulas hipotecarias son emitidas por entidades de crédito, y tienen la peculiaridad de estar garantizadas por el total de préstamos hipotecarios que tienen en sus activos. La titulización consiste en emitir bonos respaldados con algún derecho de cobro que se posea en el activo; es un buen medio de financiación para las empresas no financieras. Y por último, las PPR, objeto de este apartado.

Revista DBB 130.indb 191 26/09/13 10:38

sos propios y la suma de los activos, posiciones y cuentas de orden sujetas a riesgo[118]. La Ley de Coeficientes establece en su artículo 7, tras la reforma operada por la Ley 44/2002, que «los recursos propios de las entidades de crédito y de los grupos consolidables de entidades de crédito comprenderán, entre otros conceptos, las participaciones preferentes», aunque no efectuaba regulación alguna de su régimen jurídico.

Hasta la Ley 19/2003, las emisiones de PPR se efectuaban por filiales de entidades de crédito o sociedades cotizadas españolas radicadas en territorios cuya normativa tributaria ofrecía un trato más ventajoso que el previsto por la norma española a las rentas que se generaban como consecuencia de la emisión, especialmente en lo referente a la exención de retenciones en el pago de los rendimientos derivados de la tenencia de estos valores. La localización de los emisores en un territorio de baja tributación dificultaba la capacidad de la Administración Tributaria para controlar su gravamen, al impedirle identificar a los perceptores de los rendimientos de las PPR.

La operativa por medio de la cual las entidades financieras españolas[119] se han financiado desde 1998 a través de las *Preference Shares* emitidas por filiales domiciliadas en territorios de baja tributación, era la siguiente. La entidad financiera española constituía una filial en el extranjero, generalmente en las Islas Caimán[120]. Los recursos captados por la filial se depositaban en la matriz a cambio de una remuneración. El importe obtenido por la remuneración del depósito servía para pagar la retribución pactada a los inversores de las PPR.

La remuneración del instrumento estaba predeterminada, era fija, preferente y no acumulativa, pagadera normalmente por trimestres vencidos a un determinado tipo anual calculado sobre el valor nominal de cada participación preferente, cuyo pago estaba condicionado a la existencia de un beneficio distribuible suficiente en la entidad matriz, así como a las limitaciones impuestas por la legislación española sobre recursos propios.

En el contexto previo a la Ley 19/2003, las acciones sin voto tenían que ser retribuidas, además de con el dividendo fijo, con el dividendo de las acciones ordinarias, lo que elevaba el coste de la emisión de este instrumento. Por esta razón, estas acciones sin voto eran calificadas, por la normativa de solvencia, como recursos de «segunda categoría» (*Tier two*). Por el contrario, el instrumento emitido en un *tax haven* era no acumulativo y tenía la consideración de recurso propio de «primera categoría» (*Tier one*). La emisión en territorios de baja tributación implicaba para bancos y cajas de ahorro un reforzamiento de la solvencia de la entidad. Esta operación es especialmente importante en las cajas de ahorros, porque podían captar recursos sin apelar a unos accionistas que no existen en esta tipología de sociedades.

---

(118) Las emisiones de PPR proporcionaban a las entidades de crédito un margen de maniobra para llevar a cabo operaciones de activo cubiertas por dichos recursos.

(119) También se han financiado de esta manera algunas entidades no financieras, como organismos públicos (Ayuntamiento de Barcelona, Ayuntamiento de Madrid, Cabildo de Tenerife, Diputación Foral de Guipúzcoa), corporaciones público-privadas (Feria de Valencia, RTVE) y sociedades y grupos de otros sectores (Abertis, Endesa, Eroski, Fagor, Iberdrola, Vallehermoso, Telefónica, Unión Fenosa).

(120) Aunque la gran mayoría de las emisiones realizadas por empresas españolas se realizan en las Islas Caimán, algunas como las de Endesa, se emiten según la legislación de Delaware (Estados Unidos).

Revista DBB 130.indb 192 26/09/13 10:38

Desde una perspectiva fiscal, existían motivaciones para que los emisores e inversores orientasen la captación e inversión de recursos en esos territorios:

— La emisión en España estaría sujeta al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentos (ITP y AJD), por operaciones societarias, por el importe del 1% del nominal emitido. En los territorios de baja tributación no se soporta esta tributación.

— El importe obtenido por la filial de los inversores se deposita en España, para que la matriz disponga de esos recursos. Dicha retribución estaba exenta de tributación al ser una cuenta bancaria de un no residente.

— El pago de la remuneración por parte del emisor no está sujeto a tributación ni a retención cuando se trata de un inversor no residente. Si la emisión fuera realizada en España estaría sujeta a tributación.

— La remuneración que abona la matriz a la filial por la remuneración del depósito es un gasto deducible, por ser un gasto financiero(121). La remuneración se utiliza para pagar, a los inversores del instrumento, la rentabilidad comprometida. De hacerlo directamente mediante la emisión de acciones, al tratarse de remuneración del capital, no sería gasto deducible para el emisor.

Debido a todas las ventajas financieras y fiscales anteriores, existía un claro estímulo para efectuar las emisiones a través de filiales en paraísos fiscales.

La captación de recursos por PPR emitidas era enorme y preocupante, ya que no resultaba ni lógico ni ético que el sistema financiero español obtuviese sus recursos a través de filiales localizadas en territorios de baja tributación. La regulación española sobre las PPR pretende que dichas emisiones pasen a realizarse en territorios de la UE que no sean considerados territorios de baja tributación(122).

4.2. Riesgos de la emisión indirecta

Antes de que estuvieran legisladas en la Ley española, las PPR se caracterizaban por ser emisiones extranjeras e indirectas(123). El peligro de estas emisiones es que pue-

---

(121) Un estudio detallado sobre la calificación fiscal de la remuneración de las PPR se encuentra en CAZORLA PRIETO, L.M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: «Implicaciones fiscales...», *op. cit.*, 2007, pp. 745-747.

(122) La intención del legislador español, acerca de que las PPR pasen a emitirse en territorios de la UE que no sean considerados territorios de baja tributación, es consecuente con la legislación de la UE. De una parte, con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE) sobre el alcance del principio de no discriminación en materia de libertades económicas fundamentales. Y de otra, con los deberes de información a efectos fiscales que derivan de la Directiva 2003/48/CE, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses («Directiva de Tributación del Ahorro»).

(123) La técnica consistía en constituir una sociedad vehículo en otro país. Ante esta situación, «la emisión estaba sujeta a una legislación que no era la española, por lo que se producía el desplazamiento de la ley del emisor (Ley española) por la Ley correspondiente al domicilio del vehículo». *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones..., op. cit.*, p. 58.

Revista DBB 130.indb 193 26/09/13 10:38

den existir prácticas dudosas por parte de los emisores y hasta fraude fiscal(124) originado por la deslocalización(125).

---

(124) Resulta difícil conocer con exactitud el volumen financiero residenciado en territorios de baja tributación. Las estimaciones más reconocidas cifran en más de cinco billones de dólares los depósitos de corporaciones y fideicomisos en territorios de baja tributación. *Vid.* TANZI, V.: «Globalization and the Work of Fiscal Termites», *Finance and Development*, March, Volume 38, Number 1, 2001. Sólo para las entidades financieras, las emisiones de preferentes a través de paraísos fiscales se acercan a 14.000 millones de euros. *Vid.* MARTÍN, C.: «El Congreso amnistía las emisiones de bancos y cajas en paraísos fiscales», *Diario El País*, <http://www.elpais.es/>, 26 de marzo de 2003. Este hecho tiene unos efectos perniciosos sobre el sistema financiero global, sin embargo, el control internacional de estas plazas financieras sigue siendo escaso. *Vid. Cinco Días*: «Paraísos fiscales», *op. cit.*, 2001. Ante el fenómeno del blanqueo de capitales de origen ilícito (droga, corrupción política, tráfico de personas y economía criminal), los Gobiernos del G-7 reunidos en París en 1989 promovieron la creación del Grupo de Acción Financiera sobre el blanqueo de capitales (GAFI; en siglas inglesas FATF) como organismo intergubernamental que agrupa a 29 países miembros (España incluida) más la Comisión Europea. La labor desarrollada por el GAFI no ha pasado de ser una mera calificación de mala conducta de los enclaves financieros, mediante la publicación de una lista actualizada de «países o territorios no cooperativos». Existe una incidencia de los territorios de baja tributación sobre las políticas fiscales de los países, donde los vacíos legales y la ausencia de medidas internacionales severas incentivan la evasión y el fraude fiscal. Los gobiernos pretenden paliar el fraude fiscal con amnistías fiscales periódicas destinadas a recuperar el capital huido. Estas amnistías periódicas ignoran el ataque que suponen estas actuaciones para la justicia fiscal.

(125) La deslocalización consiste en la utilización de los territorios de baja tributación para conseguir financiación barata creando allí sociedades para no residentes (que a veces son simplemente un apartado de correos). Las PPR no conceden a sus titulares voto en las sociedades extraterritoriales, aunque gozan de un dividendo privilegiado y de los demás derechos de las acciones ordinarias, incluido el mismo dividendo que corresponda a éstas. En caso de liquidación de la sociedad tienen la preferencia para la recuperación del valor desembolsado situándose delante de los accionistas ordinarios. Las PPR sirven para mantener el control de la entidad de crédito como propietarios sobre la sociedad filial y resolver problemas de financiación aumentando la disponibilidad de fondos propios a precio más bajo que el bancario. Pero la principal razón para crear las sociedades que emiten sus PPR desde un paraíso fiscal, es establecer un procedimiento con ventajas fiscales. El mecanismo es triangular (cliente, sociedad extraterritorial y entidad financiera) y consiste en que la sociedad *offshore* capta fondos de los adquirentes de las PPR, y estos fondos se los traslada en forma de préstamos a la matriz. Préstamos por los que la matriz paga intereses a la filial (que está registrada en el paraíso fiscal como no residente) y esos intereses se los deduce en su impuesto de sociedades en España. La filial retribuye a los inversores en forma de dividendos (exentos de impuestos en el paraíso fiscal), que al proceder del extranjero no tienen el porcentaje de retención que se aplica a los intereses obtenidos en España. El modo de operar y la oferta de la banca en paraísos fiscales se basa en dos tipos de operaciones. Por un lado, las operaciones de activo (los créditos). Por ejemplo, un grupo empresarial cotizado crea una SPV en un paraíso fiscal ajeno a su territorio de origen para conseguir evadir la restricción de apalancamiento que este grupo empresarial sufre en su país. De esta manera, el grupo consigue endeudarse más de lo permitido con la intención de conseguir unos niveles de rendimiento mayores. Por otro lado, se encuentran las operaciones de pasivo (depósitos e inversiones). La banca ofrece a sus clientes abrir una cuenta en algunos de estos centros financieros en el exterior. La ventaja de esta posibilidad es que en el lugar donde son abiertas estas cuentas no existe ninguna obligación de dar información sobre la apertura y los movimientos de dicha cuenta. No sucede lo mismo en países no catalogados como paraísos fiscales donde hay obligación de informar sobre estas operaciones a los órganos reguladores (Banco de España en nuestro país). Como conclusión, las PPR son un medio mediante el cual se realizan operaciones financieras sin pagar impuestos en España, pero pagándolos de modo opaco y oculto en esos territorios.

Revista DBB 130.indb 194 26/09/13 10:38

El proceso de generalizada deslocalización de las emisiones es peligroso[126] por la opacidad de las emisiones deslocalizadas y por su significativo peso relativo en la financiación básica[127]. La operación de deslocalización descrita se aproxima peligrosamente al fraude de ley contemplado en el artículo 12.4 del Código Civil: «(...) la utilización de una norma de conflicto con el fin de eludir una ley imperativa española». Por todo lo anterior, las autoridades administrativas y la CNMV deben vigilar el posible fraude societario y fiscal, derivado de este procedimiento.

El Banco de España denuncia el riesgo de la utilización masiva de las PPR emitidos de forma indirecta por los intermediarios financieros españoles[128], pues pueden

---

(126) Sobre el riesgo de deslocalización de las emisiones consúltese VICENT CHULIÁ, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: «Derecho de sociedades y mercado de valores», *La Ley*, 21 de abril, 1999, p. 157.

(127) En el sector bancario son frecuentes ratios de más del 20% de PPR respecto de los recursos propios.

(128) El FMI incide en que las filiales bancarias y las sociedades propiedades de bancos son las empresas más frecuentemente creadas en territorios de baja tributación y que la mayor parte de la actividad de estos territorios es intrabancaria, préstamos y operaciones entre bancos, de dentro y de fuera del paraíso fiscal. (*Vid.* FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, 23 june 2002). Todo ello muestra la intensa relación financiera de la banca con los centros *offshore*. Así lo ha puesto de manifiesto la Memoria de la Fiscalía Especial Anticorrupción española de 1998: «En la Memoria de las entidades bancarias (...) se indica que, entre las sociedades que forman parte de cada uno de esos grupos bancarios, se encuentran filiales de las entidades cabecera domiciliadas en paraísos fiscales. El hecho de que las filiales se constituyan con el objeto de atender necesidades concretas del Grupo, lógicamente de clientes que no residen en el territorio donde se han situado tales filiales, y con capital 100% del Grupo, permite afirmar que la dirección efectiva de tales filiales se encuentra donde se halla domiciliada la entidad de cabecera. La negativa a facilitar información que objetivamente le resulta accesible a la entidad española aumenta la preocupación que suscita la ausencia de justificación económica que tiene situar una filial en un paraíso fiscal». El problema ya fue expuesto en la Comisión de Hacienda del Senado español, el 31 de octubre de 2000: «El mayor problema que plantean los paraísos fiscales es la presencia en ellos de entidades de crédito para propiciar la opacidad fiscal cuando no el blanqueo de capitales»; «las entidades bancarias españolas, además de disponer de una red de sucursales, constituyen sociedades filiales en paraísos fiscales que actúan como auténticas sucursales del banco nacional. Sin embargo, la personalidad jurídica propia que se atribuye al establecimiento es esgrimida como argumento para no facilitar información relativa a las cuentas bancarias que se sitúan bajo su cobertura, argumento irrelevante cuando realmente los administradores de la filial actúan de acuerdo con las instrucciones de la matriz. Cabe considerar que los clientes de la entidad domiciliada en el paraíso fiscal son clientes del banco nacional, con un perfil patrimonial relevante, necesitados de conseguir la opacidad de una parte de su patrimonio». El BBVA ha obtenido un beneficio de 221,8 millones de euros, con 36 sociedades radicadas en paraísos fiscales. *Vid.* BBVA: *Informe Anual 2008*, BBVA, 2009. El Informe Anual del BBVA incluía 35 filiales en paraísos fiscales, las cuales llegaron a obtener el 22% del beneficio neto del banco, es decir, que de un beneficio total del BBVA de 2.666 millones de euros, los paraísos fiscales le aportaron más de 500 millones de euros. *Ibidem*. El BSCH tenía 8 filiales en 2008 radicadas en paraísos fiscales para la gestión de PPR. *Vid.* BSCH: *Informe Anual 2008*, BSCH, 2009. Los beneficios de los paraísos fiscales son puramente financieros, puesto que no proceden de inversiones productivas en esos territorios. Las filiales en paraísos fiscales desarrollan principalmente actividades financieras y de tenencia de inmuebles situados en otros lugares (así ocurre por ejemplo en Gibraltar, enclave utilizado para comprar inmuebles en nuestro país mediante sociedades registradas en el Peñón, para evadir impuestos). Según el Banco de España, en el periodo 1997-2003, más de 15.000 millones de euros fueron invertidos en sociedades extraterritoriales constituidas por 19 Bancos y Cajas de Ahorro españolas (y una empresa eléctrica) en territo-

Revista DBB 130.indb 195 26/09/13 10:38

poner en riesgo la calidad de los recursos propios básicos de los emisores y generar una dependencia estructural de un instrumento peligrosamente próximo a los recursos financieros de segunda categoría (*Tier two*)[129].

Estos valores quedaban revisados por la CNMV, porque solicitaban, y se les concedía, la admisión a negociación (como renta fija) en el mercado secundario AIAF, sujeto al Derecho español. Pues bien, también la CNMV[130] muestra su intranquilidad sobre las PPR emitidas de forma indirecta, al advertir sobre el riesgo de desprotección que soportan los inversores por las agresivas prácticas de comercialización de estos productos, entre otras cosas porque teme que el riesgo del instrumento no sea comprendido por el inversor[131]. Incluso realiza advertencias concretas en muchas de las

---

rios de baja tributación. Entre otros, Caja Sur, El Monte, San Fernando, La Caixa, Caja Madrid, Caja de Ahorros de Murcia, SCH, BBVA, Sabadell, Popular y Bankinter, han acudido a la creación de sociedades extraterritoriales con el fin de aumentar sus recursos y evadir impuestos. *Vid.* BANCO DE ESPAÑA: *Informe Anual 2004*, Banco de España, Madrid. Desde 1998, la banca española ha aprovechado las ventajas fiscales y facilidades legislativas que ofrecen los paraísos fiscales para no residentes. Las entidades de crédito españolas han preferido, antes que emitirlos directamente en España, utilizar los centros financieros *offshore,* para la emisión de PPR con altas remuneraciones e importantes beneficios fiscales. Una investigación abierta a finales de 2001 por la Fiscalía Anticorrupción, planteó el posible fraude fiscal cometido por tres Cajas de Ahorro (Caja Sur, El Monte y San Fernando) que habían constituido tres filiales en las Islas Caimán: Cajasur *EuroCapital Finance Ltd.*, El Monte *International Capital Ltd.*, y Capital San Fernando *Preference Ltd.* para emitir PPR de forma indirecta. La Fiscalía Anticorrupción la consideraba una práctica «irregular y lesiva para el Tesoro Público», es decir, que servía para evadir el pago de impuestos en España. La Fiscalía Anticorrupción propuso, el 31 de enero de 2003, al fiscal general del Estado, el archivo de la investigación por las filiales de las tres entidades financieras, situadas en las Islas Caimán. Sin embargo, la Fiscalía Anticorrupción señaló que esas operaciones requieren un correctivo legislativo, por ser una práctica irregular y lesiva para el Tesoro Público. Este proceso puede observarse en EZAIZER, E.: «Anticorrupción archiva el caso de las emisiones en paraísos fiscales aunque las cree irregulares», *El País*, <http://www.elpais.es/>, 1-2-2003. La Agencia Tributaria también inspeccionaba a estas entidades, y notificó a estas Cajas que sus filiales registradas en territorios de baja tributación tenían que ser consideradas residentes en España a efectos fiscales.

(129) En concreto, el Banco de España «entiende que, dentro de los recursos propios básicos, no es razonable que las acciones preferentes, dado su coste, su menor estabilidad y su menor aprecio por parte del mercado, sean utilizadas para financiar estrategias de desarrollo sostenido, y, en todo caso, considera que deben estar limitadas a un máximo del 30% del total evitando el riesgo de que la entidad pueda llegar a tener una dependencia estructural de este instrumento». *Vid.* BANCO DE ESPAÑA: *Memoria de la Supervisión bancaria en España 2002*, Banco de España, Madrid, 2003, p. 97.

(130) *Vid.* COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999, p. 47.

(131) El organismo informa que antes de contratar el producto, «su entidad debe informarle sobre las características, riesgos y costes» y recomienda que se tome el tiempo necesario para decidir, se lean y analicen las condiciones financieras, se solicite la información por escrito y se tome la decisión de invertir o no «sin precipitación ni bajo presión». *Vid.* CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, *op. cit.*, p. 2. Los riesgos de las PPR para el inversor son cuatro. En primer lugar, ausencia de fecha de vencimiento, situación que impide al inversor tener control sobre el horizonte temporal de su inversión, y no poder planificar la fecha de recuperación de los fondos aportados inicialmente. En segundo lugar, tipo de interés no garantizado; la rentabilidad en forma de cupón está condicionada a que la entidad obtenga beneficios, premisa que se complica en un escenario de recesión económica. Este inconveniente llevó a SOS a dejar de pagar en 2009 el cupón de las PPR, por haber obtenido el ejercicio anterior, 193 millones de euros de pérdidas; esto unido a que Caja Castilla La Mancha suspendió los cupones de las suyas

Revista DBB 130.indb 196 26/09/13 10:38

emisiones realizadas, al obligar incluir un primer apartado denominado «Advertencia CNMV»[132].

Los efectos no eran muy relevantes desde el punto de vista de revisión y control de las PPR, pero, por el contrario, eran muy graves (aunque ventajosas para el emisor) desde el punto de vista societario y fiscal.

Desde el punto de vista mercantil, la empresa dominante consigue escapar de las normas registrales que debería aplicarse a las ampliaciones de capital. Además, con la deslocalización se produce una pérdida de las competencias de la junta general de accionistas[133]. Desde la perspectiva estratégica de la dirección de las compañías es comprensible que las empresas cotizadas españolas no quieran emitir acciones o PS privilegiadas, sin voto, rescatables y convertibles cuando pueden colocar en otros mercados PPR más ventajosas.

Las ventajas societarias para la sociedad garante eran que podían emitir PPR sin que fuese necesario cumplir algunos requisitos societarios que hubiesen sido inexcusables si se emitieran directamente acciones o PS: la aprobación de la operación por parte de la Junta General de Accionista (artículos 295-297 TRLSC) y la exclusión del derecho preferente de suscripción a los accionistas (artículo 308 TRLSC).

La principal ventaja societaria para el emisor se deriva de que podía emitir PPR sin necesidad de adoptar dicho acuerdo en la junta de accionistas de la matriz (el acuerdo se adopta por la filial en cuyos órganos ejercitan derechos políticos los administradores de la matriz). Además las PPR se ajustan a unas normas formales y registrales más flexibles y menos rigurosas que las disciplinadas en la legislación española para clases de acciones o PS.

---

a mediados del año 2009, ofrece un toque de atención sobre los peligros de no recibir remuneración. A este respecto, en abril de 2009, Standard&Poor's rebajo el *rating* de las PPR de 60 entidades europeas, entre ellas, BSCH, BBVA, Popular, Banesto, Sabadell, Bankinter, La Caixa, Caja Madrid e Ibercaja, atisbando la posibilidad de que supriman los intereses que pagan con el objetivo de reforzar su patrimonio neto. *Vid.* STANDARD AND POORS: *Ratings*, Mc Graw-Hill, New York, 2009. En tercer lugar, iliquidez, materializada en la dificultad de cerrar operaciones de compraventa a precios interesantes (derivado de su reducida liquidez, que dificulta que un inversor pueda deshacerse de ellos en caso de necesidad, y de su carácter perpetuo, al no tener un vencimiento concreto). Por último, incertidumbre sobre el precio a recibir en caso de necesitar venderlo, que suele ser muy inferior al nominal del título. El índice Iboxx de PPR de entidades financieras, que recoge el valor de mercado de 61 emisiones europeas, revela que de media cotizan por debajo del 50% de su valor nominal. *Vid.* MARTÍN SIMÓN, P.: ¿Es justa la rentabilidad de las preferentes?, *Cinco Días*, 23-06-2009. Apoyando lo anterior, las últimas recompras realizadas en España se han pagado entre un 40% y un 50% del valor nominal del activo. *Vid.* MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no...*, *op. cit.*

(132) En la emisión de PPR del BSCH de 2.000 millones de euros, realizada en junio 2009, se recoge un primer apartado denominado «Advertencia CNMV» en la que el organismo regulador alerta que su rentabilidad es «sustancialmente inferior» (cercana a 0,91% anual) a la de otros productos similares, y recalca que el valor en mercado de este producto sería «sensiblemente inferior» (en torno al 10% de su valor nominal). Similar advertencia aparece en el Folleto de emisión de las PPR que Banesto realizó en marzo de 2009.

(133) Las PPR, como todos los híbridos, presentan problemas de calificación contable.

Revista DBB 130.indb 197 26/09/13 10:38

La emisión deslocalizada en un paraíso fiscal también ofrecía otras ventajas para el emisor. En primer lugar, existía opacidad en la operación, ya que las normas fiscales españolas no pueden obligar a un emisor extranjero a identificar a los inversores. En segundo lugar, se conseguía la calificación de gasto deducible de la retribución de las PPR en el impuesto de la renta de la sociedad matriz. Además existía un ahorro en la emisión, al estar exenta de la modalidad de operaciones societarias del ITP y AJD. Por último, los no residentes podían recibir la retribución sin retenciones y sin sujeción al impuesto sobre la renta de los no residentes.

4.3. Finalidad de la regulación

El Gobierno aprobó la Ley 19/2003, y una serie de modificaciones de otras Leyes, reglando la emisión de PPR en España. Aprovechando estos cambios legislativos, el Gobierno incluyó una amnistía para todas las compañías que habían utilizado la emisión de las PPR vía paraísos fiscales; lo que supuso graves pérdidas de ingresos para la Hacienda española(134).

Las emisiones de PPR emitidas de forma indirecta realizadas hasta la entrada en vigor de la ley 19/2003, no tuvieron coste fiscal para los emisores. Así se estableció en una enmienda al proyecto de Ley de movimientos de capitales pactada el 25 de marzo de 2003 en el Congreso entre el PSOE y CIU. El PP se abstuvo porque quería incluir al resto de empresas cotizadas(135). Tanto movimiento político se debió a que la decisión era económicamente muy importante para las grandes empresas que habían emitido PPR en paraísos fiscales(136).

---

(134) Si no se hubiera producido la amnistía, «las entidades de crédito habrían tenido que aprovisionar contra resultados esas cantidades y, quizás, el sistema bancario español se habría tambaleado tras los problemas derivados de la crisis de Argentina y en general de toda Latinoamérica». *Vid.* MARTÍN, C.: «El Congreso amnistía…», *op. cit.* p. 3. Visto ahora, quizás hubiese sido mejor que esto se hubiera producido porque así hubieran tomado decisiones estructurales que las hubiera situado en una mejor situación en la crisis de 2009. La amnistía fiscal, junto con el aporte de liquidez gubernamental de 2009, son manifestaciones de los privilegios de las entidades de crédito recibidos del estado español.

(135) El PP presentó en el Senado una enmienda a la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos. En ella se establecía que los traslados a España «de la dirección efectiva o del domicilio social de sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo consistan en la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros» estuvieran exentos del ITP y AJD. La única condición era que las filiales estuvieran constituidas antes del 6 de julio, es decir, cuando era imposible emitir desde España. En la justificación de la enmienda, el Partido Popular reconocía que su objetivo era «conseguir el traslado de las filiales a España». El tributo supone el 1% del total del capital de estas entidades, incluyendo el valor de las PPR. En ese momento, las emisiones en circulación ascendían a casi 20.000 millones, con lo que la exención era considerable. *Vid.* AIAF Mercado de Renta Fija S.A: *Emisiones en circulación* <http://www.aiaf.es/aiaf/listaEmisiones.cir?codigo=-1>.

(136) «Las sociedades que han acudido a este mercado argumentan que en España no existía cobertura legal para emitir preferentes; que se han visto, por tanto, obligadas a salir fuera para competir en igualdad de condiciones; y que el Banco de España y la CNMV las han autorizado». *Ibidem*.

Revista DBB 130.indb 198 26/09/13 10:38

Después de años de ser un instrumento utilizado pero no regulado, el Gobierno español decidió legislar las PPR. El Ejecutivo lo acompañó de una amnistía fiscal(137) para las emisiones realizadas desde territorios de baja tributación y que, a la vez, permitía su colocación en España. Con ello pretendía que las filiales que constituyeron empresas en otras naciones para emitir PPR, vengan al país. La Hacienda Pública española ha puesto en marcha su estrategia, pero son las empresas las que deciden sobre el lugar donde emiten los instrumentos financieros, y si ya están emitidos, sobre si traerán a España las emisiones o no.

Desde la entrada en vigor de la Ley 19/2003, cuando se utilicen filiales, los rendimientos serán considerados intereses para la matriz y, por tanto, deducibles del Impuesto de Sociedades. El tratamiento fiscal será igual al de cualquier emisión de deuda y no tendrá retención si se coloca a un no residente en España.

5. LEY 19/2003

En la situación tan peculiar analizada en los apartados anteriores, llega la regulación de las PPR en el Derecho español. La Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre «régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales» (Ley 19/2003)(138), introduce una nueva D.A. segunda en la Ley 13/1985 (BOE 5-07-2003).

La D.A. tercera de la Ley 19/2003 establece los aspectos fundamentales que caracterizan el régimen legal y fiscal de las PPR y otros instrumentos de deuda. Su comprensión requiere del análisis de cinco elementos: ámbito de aplicación de la normativa, requisitos para considerar a un instrumento financiero como PPR, régimen le-

---

(137) Aunque gran parte de los impuestos amnistiados no se cobrarían por la hacienda pública española, ni por el territorio de baja tributación, sino por la de un tercer país. *Vid.* CAZORLA PRIETO, L.M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: «Implicaciones fiscales de las participaciones preferentes», *op. cit.*, 2007, p. 744.

(138) Durante la tramitación del Proyecto de Ley se incorporaron diversas enmiendas que darían lugar a la citada Ley 19/2003. Durante la tramitación en el Congreso de los Diputados se presentó la enmienda número 19 del Grupo parlamentario socialista con el objeto de concretar una regulación financiero-fiscal de este instrumento financiero para poder realizar las emisiones desde España, con el objeto, tal y como señala la motivación de la enmienda, de «cumplir con las recomendaciones del Grupo de Acción financiero sobre el blanqueo de capitales (GAFI) y perseguir el fraude fiscal», asimismo, en la motivación de la enmienda se añadía lo siguiente: «Para ello se exige a las entidades de crédito que informen a la Agencia Tributaria y a todas las instituciones supervisoras del mercado financiero acerca de la identidad e inversión realizada por los suscriptores de participaciones preferentes. Y a su vez, que la emisión de participaciones preferentes, que ha venido realizándose en el extranjero, se lleve a cabo en España. De este modo, las sociedades emisoras, filiales de las entidades financieras, se domiciliarán en España en lugar de hacerlo, como hasta ahora, en territorios que gozan de exención completa o de un régimen fiscal muy atenuado respecto al Impuesto sobre Sociedades». El objetivo de la enmienda era crear las condiciones jurídicas óptimas para que las emisiones se hicieran desde España y no desde otros territorios, la contrapartida era la exigencia de información de la identidad e inversión realizada por los tenedores de PPR. En consecuencia se incorporó una D.A. tercera a la Ley 19/2003 que modificaba la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, incorporándose a esta última Ley una D.A. segunda con el régimen jurídico financiero-fiscal de las PPR.

Revista DBB 130.indb 199 26/09/13 10:38

gal sustantivo, régimen fiscal especial aplicable a la emisión y, por último, evaluación de la consecución de las finalidades.

5.1. Ámbito de aplicación

La D.A. segunda de la Ley de Coeficientes, introducida por la D.A. tercera de la Ley 19/2003, establece que la regulación de las PPR en ella establecida será de aplicación: (i) a las emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la UE que no tenga la condición de territorio de baja tributación, cuya actividad u objeto social exclusivo consista en la emisión de PPR u otros instrumentos de deuda y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito; y (ii) a las emitidas por una sociedad residente en España o en un territorio de la UE que no sea considerado paraíso fiscal y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades cotizadas que no sean de crédito.

Respecto al régimen fiscal y deberes de información en la emisión de PPR, será aplicable a otros instrumentos de deuda emitidos por una sociedad de las autorizadas para emitir PPR. En este caso, deberán cumplirse los siguientes requisitos: (i) cotización de tales instrumentos en un mercado organizado; (ii) exclusividad de actividad y objeto, y, cuando se requiera; (iii) depósito permanente del importe de la emisión. La razón de esta extensión reside en que la necesidad de financiación ha llevado a las entidades de crédito y otras sociedades españolas a emitir instrumentos de deuda en el exterior por volúmenes muy superiores a los de las PPR.

En relación con las cuestiones mencionadas en el presente apartado, la Dirección General de Tributos (DGT) en su consulta vinculante número V0173-05, adoptó una interpretación extensiva de la aplicación del régimen fiscal especial previsto en la Ley 19/2003, al admitir su aplicación respecto de otros instrumentos de deuda emitidos directamente por una entidad de crédito y no por medio de filiales instrumentales cuyo objeto exclusivo sea la emisión de PPR, siempre que tales instrumentos cumplan con los requisitos establecidos por la Ley 19/2003. A estos efectos, la consulta de la DGT considera, sobre la base de un informe de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera[(139)], que el término «instrumento de deuda» debe abarcar a todo tipo de instrumentos distintos de aquellos que constituyen una participación en el capital propio de una entidad con independencia de su forma de rendimiento.

5.2. Características

La D.A. tercera de la Ley 19/2003 añade una D.A. segunda a la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de infor-

(139) *Vid.* Dirección General del Tesoro y Política Financiera: *Cortes Generales Diario de Sesiones del Senado*, <http://www.senado.es/legis8/publicaciones/html/textos/CS0344.html>.

Revista DBB 130.indb 200 26/09/13 10:38

mación de los intermediarios financieros. En su texto se regula, además del régimen fiscal relativo a las PPR, las condiciones que tienen que cumplir dichas PPR para considerarse como recursos propios de las entidades de crédito y grupos de entidades de crédito[(140)].

Los requisitos de índole financiera que han de tener las PPR son:

— Ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o un territorio de la UE que no tenga la consideración de paraíso fiscal, que tenga como objeto exclusivo su emisión y que pertenezca en su totalidad a un grupo o subgrupo de entidades de crédito.
— Cuando la emisión se realice por una entidad filial los recursos deberán estar depositados en la entidad de crédito dominante o en otra entidad del grupo, estando dicho depósito afecto a la compensación de pérdidas del grupo.
— Los recursos obtenidos deberán estar depositados en su totalidad, descontados los gastos de gestión y emisión, y de forma permanente en la entidad de crédito dominante o en otra entidad del grupo.
— Contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad de crédito dominante o la entidad depositaria.
— Otorgar el derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo, cuyo devengo esté condicionado a la existencia de beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o su grupo.
— No otorgar derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las condiciones de emisión.
— No deben conceder derechos de suscripción preferente, y deben tener carácter perpetuo si bien se puede acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España.
— Cotizar en mercados secundarios organizados.
— En los supuestos de liquidación o disolución u otros que den lugar a la aplicación de las prioridades contempladas en el Código de Comercio, de la entidad de crédito emisora o de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de las entidades de crédito, las PPR deben dar derecho a obtener exclusivamente el reembolso del valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha y se situarán a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores, subordinados o no, de la entidad de crédito emisora o de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito y delante de los accionistas ordinarios.
— En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30% de los recursos propios básicos del grupo o

(140) Existe por tanto una interrelación muy grande entre los requisitos de índole financiera y el régimen fiscal aplicable a las PPR.

Revista DBB 130.indb 201 26/09/13 10:38

subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión, sin perjuicio de las limitaciones adicionales que puedan establecerse a efectos de solvencia(141).

5.3. Régimen legal

La D.A. Segunda de la Ley de Coeficientes, introducida por la D.A. Tercera de la Ley 19/2003, establece diversos aspectos para definir el régimen legal de las PPR.

a) Residencia habitual de las entidades emisoras y de las entidades dominantes. El legislador dio un vuelco a la situación regulada hasta ese momento. A partir de su entrada en vigor, las nuevas emisiones de PPR que quieran beneficiarse del régimen legal y fiscal establecido en la Ley 19/2003 deberán ser realizadas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la UE que no tenga la condición de paraíso fiscal, en cuyo caso sus derechos de voto deberán pertenecer íntegramente (directa o indirectamente) a una entidad de crédito o a una sociedad cotizada no de crédito. La razón de la incorporación a este régimen de las emisiones efectuadas por sociedades cotizadas no de crédito, efectuada a través de una enmienda en el Senado, radica en la conveniencia de permitir, entre otros, a los grandes grupos cotizados españoles, financiarse y estructurar adecuadamente sus recursos propios a efectos de «rating» y de las exigencias de determinadas operaciones financieras(142). Todo lo anterior hace referencia a la sociedad emisora, respecto a la entidad dominante, la Ley 19/2003 menciona expresamente que la norma será también aplicable en los supuestos en que la entidad dominante se rija por el derecho de otro Estado, por lo que puede entenderse que el régimen legal de las PPR será aplicable independientemente del lugar de residencia de la entidad dominante.

b) Derechos de voto y objeto social del emisor. Los derechos de voto de la sociedad emisora deben corresponder íntegramente (de forma directa o indirecta) a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito (o a una entidad cotizada que no sea de crédito) y cuya actividad u objeto exclusivo sea la emisión de PPR y/u otros instrumentos de deuda, lo que da carta de naturaleza a la extendida práctica de estructurar el capital de la sociedad emisora de manera que los derechos de voto pertenecieran a otra entidad de crédito (o sociedad cotizada) titular de la mayor parte del capital social (pero de una reducida parte de los recursos

(141) Si dicho porcentaje se sobrepasara una vez realizada la emisión, la entidad de crédito deberá presentar ante el Banco de España para su autorización un plan para retornar al cumplimiento de dicho porcentaje. El Banco de España podrá modificar el citado porcentaje.

(142) Nada se especifica en la Ley acerca de la posibilidad de que la emisión se efectúe a través de una sucursal establecida en el territorio de un Estado Miembro de la UE diferente al de residencia de la entidad emisora, pero, en principio, habrá que entender que resulta posible a la luz de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE). Como veremos más adelante, existe jurisprudencia del TJCE sobre el alcance del principio de no discriminación en materia de libertades económicas fundamentales.

Revista DBB 130.indb 202 26/09/13 10:38

propios) y que las PPR no llevaran aparejado derecho de voto, salvo en circunstancias excepcionales(143).

c) Depósito. La Ley 19/2003 ha establecido mecanismos para que los fondos obtenidos mediante la emisión de PPR estén centralizados para garantizar su efectiva equiparación a los recursos propios, a efectos de protección de acreedores. Así, si la emisión ha sido efectuada por una filial, los recursos obtenidos mediante la emisión deberán ser íntegramente depositados (una vez descontados gastos de emisión y gestión) en la entidad dominante o en otra entidad del grupo o subgrupo consolidable, que les podrá dar el destino que estime conveniente. En cualquier caso, la Ley 19/2003 obliga a que dicho depósito sea aplicado por la entidad depositaria a la compensación de pérdidas en su liquidación o en el saneamiento general de aquélla o de su grupo o subgrupo consolidable, en el supuesto de que agoten las reservas y se hubiera reducido a cero el capital ordinario. Para los supuestos en que la emisión se realice por una filial, las PPR deberán contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad dominante o de la entidad depositaria. También se exigen los requisitos de depósito permanente y garantía de la entidad dominante para la emisión de otros instrumentos de deuda cuando se pretenda que se beneficie del mismo régimen fiscal.

d) Remuneración. La remuneración de las PPR deberá estar predeterminada(144), sin que pueda tener carácter acumulativo(145). La Ley 19/2003 hace depender la remuneración de la existencia de beneficios distribuibles, aunque diluye este requisito en la medida en que éste se entenderá cumplido si existen beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable, al tratarse de un vehículo específico para efectuar la emisión.

e) Derechos políticos. La Ley 19/2003 no permite a los titulares de las PPR el ejercicio de los derechos políticos, salvo en aquellos casos expresamente previstos en las condiciones de la emisión. Su concesión se limita a supuestos en que los titulares de PPR vean peligrar la rentabilidad de su inversión, ya sea de forma directa (en el supuesto de falta de pago de una serie de remuneraciones), o de forma indirecta (reducciones de capital, salvo cuando sean por imperativo legal, ya que la cifra de capital social supone la última garantía para los inversores).

f) Derechos de suscripción preferente. La Ley 19/2003 establece que las PPR carecerán de derecho de suscripción preferente respecto de futuras emisiones. Esta medida es correcta pues las PPR no suponen una participación en el capital social de la sociedad ni son partes alícuotas del mismo, por lo que no es necesario establecer mecanismos antidilución para ellas.

g) Duración. Las PPR deberán tener carácter perpetuo, sin embargo, la Ley 19/2003 prevé que sean amortizables anticipadamente, previa autorización por parte del

---

(143) Además de las características legisladas, es posible incorporar en el contrato de emisión del título otras medidas, como la constitución de un sindicato o asociación de titulares de PPR. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Gobierno corporativo...», *op. cit.*, pp. 614-615.

(144) La Ley 19/2003 no establece en función de qué magnitud dando, por tanto, libertad al respecto.

(145) Esto diferencia a las PPR de figuras con características similares, como las acciones sin voto.

Revista DBB 130.indb 203 26/09/13 10:38

Banco de España, a partir del quinto año desde su fecha de desembolso[146]. La autorización del Banco de España no será necesaria si la emisión de PPR la efectúa una sociedad cuyos derechos de voto sean íntegramente (directa o indirectamente) propiedad de una sociedad cotizada que no sea una entidad de crédito, puesto que en estos casos se trata de sociedades no sujetas a coeficientes de solvencia y recursos propios mínimos y el Banco de España carece de la facultad de supervisión de la citada entidad o de su matriz.

h) Cotización. La Ley 19/2003 exige que las PPR coticen en un mercado secundario organizado[147].

i) Orden de prelación. En los supuestos de liquidación, disolución o insolvencia del emisor o de su entidad dominante del grupo o subgrupo consolidable, las PPR darán derecho a su titular a obtener únicamente el reembolso de su valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha. Por lo que respecta al orden de prelación de créditos, las PPR están conceptuadas, al menos a efectos de las entidades sujetas a la supervisión del Banco de España, como recursos propios de la sociedad con prelación sobre el capital ordinario y en consecuencia se sitúan detrás de todos los acreedores de la entidad emisora o de la entidad dominante (ya sean subordinados o no)[148], pero delante de los accionistas ordinarios o, en el caso de las cajas de ahorros de los cuotapartícipes.

j) Límite cuantitativo. La Ley 19/2003 establece un límite cuantitativo a la emisión de PPR en función de sus recursos propios. El importe nominal de las PPR en circulación no podrá superar, en el momento de realizar una emisión, el 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable de la entidad de crédito, incluyendo en dicho cómputo las PPR que formen parte de la nueva emisión. Dicho porcentaje puede ser modificado por el Banco de España. Sin perjuicio de lo anterior, se permite expresamente que se puedan establecer limitaciones adicionales derivadas de criterios relativos a la solvencia de las entidades de crédito[149]. El límite cuantitativo (y por lo tanto la facultad del Banco de España de modificarlo) no será de aplicación si la emisión de PPR es efectuada por una sociedad cuyos derechos políticos sean íntegramente propiedad de una entidad cotizada que no sea entidad de crédito.

---

(146) Aunque la Ley 19/2003 omite toda referencia a la persona a quien corresponde la iniciativa en la amortización, la práctica indica que dicha amortización se producirá a instancias de la entidad emisora.

(147) Como no especifica nada acerca de su nacionalidad, entendemos que la cotización en mercados organizados extranjeros es suficiente para cumplir este requisito.

(148) Por detrás de la deuda calificada como *senior*, pero incluso, detrás de la calificada como *junior*.

(149) Sin embargo, se prevé que se produzcan circunstancialmente excesos sobre el límite del 30%, derivados de pérdidas que reduzcan los fondos propios y ocasionen que las PPR excedan del límite del 30%. En este supuesto, la entidad correspondiente deberá presentar ante el Banco de España para su autorización un plan para eliminar dicho exceso. No se especifica el plazo de que dispone la entidad de crédito para presentar dicho plan ni el plazo de que dispone el Banco de España para autorizarlo o los criterios que puede aducir para denegar la autorización, extremos que quedan pendientes de desarrollo, aunque puede considerarse de aplicación la regulación establecida para casos similares. *Cfr.* artículo 34 del RD 1343/1992, de 6 de noviembre.

Revista DBB 130.indb 204 26/09/13 10:38

5.4. Régimen fiscal

Desde el punto de vista fiscal[150], las características de las PPR son las siguientes:

— La remuneración tendrá la consideración de gasto deducible para la entidad emisora.

— Las rentas derivadas de las PPR se calificarán como rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios de acuerdo con lo previsto en el artículo 23.2 Ley 40/1998[151].

— Los rendimientos generados por el depósito efectuado por el emisor en la entidad dominante u otra del grupo no están sometidos a retención, aplicando en su caso la exención prevista para las cuentas de no residentes de acuerdo con lo señalado en el artículo 13.1.e) Ley 41/1998[152].

— Las rentas derivadas de PPR obtenidas por sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de los no Residentes quedarán exentas en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la Deuda Pública.

— Las operaciones derivadas de la emisión estarán exentas de la modalidad de Operaciones Societarias del ITP y AJD[153].

El régimen fiscal se aplica tanto a las PPR como a otros instrumentos de deuda emitidos por una sociedad residente en España o en un territorio de la UE que no tenga la condición de paraíso fiscal y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades cotizadas que no sean de crédito.

El régimen tributario resultante de la Ley 19/2003 se aplica también a las PPR y a otros instrumentos de deuda que se hubieran emitido con anterioridad a la aprobación de la Ley por cualquier entidad residente o no, de acuerdo con lo dispuesto en la D.T. 2.ª de la Ley 19/2003; siempre y cuando la actividad exclusiva de la entidad sea la emisión de PPR y/u otros instrumentos de deuda y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable.

---

(150) La Ley 19/2003 es, sobre todo, fiscal, como puede observarse en su denominación para evitar el blanqueo de capitales: Ley 19/2003, de 4 de julio, «sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales».

(151) Dicha mención está referida al RD Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del IRPF.

(152) Dicha mención está referida al RD Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de los no Residentes.

(153) Se completa el tratamiento relativo a las operaciones societarias con lo dispuesto en la D.A. 38.a) de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado del año 2004, que incorpora una disposición en el régimen de referencia de las PPR, que establece la exención de la modalidad de las operaciones societarias del ITP y AJD para los traslados a España de la sede de la dirección efectiva o del domicilio social de sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo consistan en la emisión de PPR y/u otros instrumentos financieros y que estuvieran constituidas antes de 6 de julio de 2003, fecha de entrada en vigor de la Ley 19/2003.

Revista DBB 130.indb 205 26/09/13 10:38

El régimen fiscal es completo porque tiene influencia sobre cinco impuestos. El primero de ellos es el Impuesto sobre Sociedades. Por lo que respecta a la entidad emisora, la remuneración a pagar a los titulares de las PPR u otros instrumentos de deuda será considerada gasto deducible. Idéntica consideración tendrán las comisiones abonadas por la garantía concedida por la entidad depositaria, siempre y cuando se respete el principio de valoración en condiciones de mercado. Por su parte, se integrarán en la base imponible de la sociedad emisora las rentas que obtenga del depósito efectuado con los fondos obtenidos con la emisión de deuda. Es previsible que el beneficio imputable a dicha entidad no sea muy significativo, en cuanto que, generalmente, habrá sido creado como un mero vehículo de obtención y canalización de fondos en favor de otras vinculadas con ella. Al optar el legislador por ventajas fiscales distintas de la fijación de un tipo reducido en el Impuesto de Sociedades(154), se evita la existencia de eventuales problemas ante las autoridades comunitarias(155) a la vez que se respetan los compromisos adquiridos por España ante el resto de Estados miembros en el ámbito del Código de Conducta sobre la tributación del beneficio empresarial.

En segundo lugar, tiene influencia sobre el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Las rentas derivadas de la titularidad de estos instrumentos de deuda por personas físicas residentes en España estarán sujetas a retención y se integrarán en la base imponible del IRPF como rendimientos derivados de la cesión a terceros de capitales propios.

También tiene influencia sobre el Impuesto sobre la Renta de No Residentes. Las rentas que obtengan los sujetos pasivos que carezcan de establecimiento permanente en España, y siempre que no se perciban a través de los territorios calificados como paraíso fiscal por la normativa española, estarán sujetas pero exentas de él, en los términos previstos para la percepción por aquéllos de rendimientos procedentes de la titularidad de la Deuda Pública. Además, si la entidad emisora es no residente, los rendimientos derivados del depósito efectuado con una sociedad residente o, en determinadas condiciones, con un establecimiento permanente ubicado en territorio español estarán nuevamente exentos de retención, en los términos previstos para los rendimientos de las cuentas de no residente.

Respecto al Impuesto sobre el patrimonio, las personas físicas residentes quedarán sujetas a este impuesto por la titularidad de dichos valores, siendo su base imponible el valor de negociación medio en el cuarto trimestre de cada año(156). Por su parte, las personas físicas no residentes estarán exentas de este impuesto(157).

---

(154) Durante el proceso parlamentario llegó a barajarse la posibilidad de introducir ventajas fiscales distintas de la fijación de un tipo reducido en el Impuesto de Sociedades.

(155) Las autoridades comunitarias podrían haber interpretado dicha medida como una ayuda estatal encubierta.

(156) De acuerdo con la relación que publique el Ministerio de Economía y Hacienda (<www.meh.es>).

(157) A tenor de lo dispuesto en el artículo 4.siete de la Ley del Impuesto sobre el Patrimonio en relación con lo establecido en el artículo 14 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes.

Revista DBB 130.indb 206 26/09/13 10:38

La Ley 19/2003 también tiene influencia sobre el ITPyAJD. Si la entidad emisora es española (o si la emisión se efectúa por medio de una sucursal radicada en España), las operaciones derivadas de la emisión de las PPR estarán exentas de gravamen por la modalidad de Operaciones Societarias(158).

La Ley 19/2003 impone la obligación, a las entidades dominantes, de informar a la Administración Tributaria y, en su caso, a las instituciones encargadas de la supervisión financiera, acerca de la actividad desarrollada por las entidades emisoras y de la identidad de los titulares de los valores. En el caso de que las entidades dominantes o cotizadas no residan en España, las obligaciones de información que la Ley les impone son atribuidas por el RD 1778/2004 a los intermediarios financieros que participen en la suscripción, comercialización, depósito, canje, conversión, cancelación y reembolso de estos valores, en lugar de a sus propias filiales emisoras. La información a facilitar consistirá en la identidad de los sujetos intervinientes en la operación, su domicilio, NIF, la identificación de los valores, el importe y la fecha de su emisión. Por lo que se refiere a las emisiones efectuadas por entidades de crédito o cotizadas residentes en España por medio de filiales establecidas en otros Estados de la UE, el RD 1778/2004 atribuye las obligaciones de información a aquéllas, quienes deberán velar por que sus filiales emisoras no residentes cumplan una serie de requisitos documentales exclusivamente a efectos de la normativa tributaria española.

Por último, la Ley 19/2003 regula el régimen fiscal transitorio aplicable a las PPR anteriores a su entrada en vigor (6 de julio de 2003). A tenor de la D.T. segunda de esta Ley, las emisiones de PPR y de deuda realizadas antes de su entrada en vigor podrán beneficiarse del nuevo régimen tributario, cualquiera que sea la residencia fiscal de la entidad emisora, a condición de que cumplan dos condiciones: que su actividad exclusivamente consista en la emisión de PPR y/u otros instrumentos financieros y, que sus derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito o a sociedades cotizadas.

5.5. Evaluación de la consecución de las finalidades

La Ley 19/2003 tiene cuatro objetivos:

— Establecer unos requisitos claros para el reconocimiento de la legitimidad, con arreglo al Derecho español, de la emisión indirecta de PPR a través de filiales extranjeras.

— Regularizar la situación fiscal de las emisiones de PPR realizadas antes de esta Ley.

---

(158) Asimismo, la Ley de Acompañamiento para el año 2004 (Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social) introdujo una nueva exención en la modalidad de operaciones societarias, en relación con el traslado a España de la sede de la dirección efectiva o domicilio social de sociedades cuyo objeto social exclusivo consista en la emisión de PPR u otros instrumentos financieros, y hubiesen sido constituidas antes de la entrada en vigor de la Ley 19/2003.

Revista DBB 130.indb 207 26/09/13 10:38

— Estimular la localización en España de las SPV emisoras de próximas PPR.
— Estimular el retorno de las sociedades instrumentales emitidas en el extranjero, mediante su traslado de domicilio a España.

La Ley 19/2003 regula dos tipos de instrumentos financieros: las PPR y las «otras preferentes». De la misma forma contempla, tanto la emisión directa, como indirecta de PPR(159). En cuanto al emisor, la Ley regula tanto la emisión por entidad sujeta a legislación española, como por sociedad extranjera residente en el territorio de la UE que no tenga la condición de territorio de baja tributación.

Toda regulación de híbrido financiero debe definir el encuadre normativo del título. Para las PPR es necesario definir cuatro perspectivas. Desde la perspectiva jurídica sustantiva del Derecho de sociedades, es necesario conocer si están sujetos a la normativa que rige el capital social, a la prevista para la emisión de obligaciones, o a una diferente. Además, debe resolverse si debe incorporarse al patrimonio neto a efectos sustantivos (a efectos de aplicación de resultados, reducción forzosa de capital y disolución por pérdidas). Desde la perspectiva de la normativa de control de la solvencia de las entidades financieras, los problemas de calificación del instrumento se basan en la incorporación de éste dentro de las diversas categorías de recursos propios. Fundamentalmente, es necesario conocer si cada una de las PPR cumple los requisitos para su cómputo dentro del capital básico o *Tier one*. Desde la perspectiva contable, hay que saber si deben registrarse en el pasivo exigible del balance, en el neto, o como una partida intermedia entre pasivo y neto. Desde la perspectiva fiscal, interesa conocer si su remuneración tiene la consideración de gasto deducible (como ocurre con los intereses de préstamos) para la entidad emisora en el impuesto de sociedades(160).

Desde el punto de vista sustantivo mercantil**,** la Ley 19/2003 elude considerar a las PPR como un valor mobiliario, conceptualizándolos como instrumento financiero. El término instrumento financiero, categoría distinta de los valores negociables(161), fue definido en nuestra legislación en la LRLMV, y es concordante tanto con la legislación mercantil italiana(162), como con la categoría contable establecida

(159) Siendo esto cierto, regula como modelo de referencia la emisión indirecta por sociedad dominante de un grupo a través de una sociedad vehículo.

(160) Nuestra investigación diferencia las dimensiones contable y fiscal. Este es el camino correcto, aunque no todos los organismos contables lo realizan. Para AECA, las PPR son un instrumento parecido a una deuda, si bien el hecho de que se señale *ad hoc* la deducibilidad de los intereses devengados en el impuesto sobre sociedades, al ser un aspecto general de todos los préstamos produce dudas sobre si el legislador lo está configurando como un fondo propio con remuneración deducible en el impuesto de sociedades. *Vid.* AECA: *Calificación contable de instrumentos financieros: Distinción pasivo patrimonio neto,..., op. cit.,* 2008, p. 41.

(161) A pesar de su diferenciación, el artículo 2 de la LMV establece que a los instrumentos financieros se les aplicarán las reglas previstas para los valores negociables.

(162) El Dlgs 24-2-2003 permite a la SA recurrir a una tipología amplia de instrumentos financieros, ya no restringidos al binomio acciones-obligaciones, sino extendida a una amplia gama de instrumentos, calificados como instrumentos financieros.

Revista DBB 130.indb 208 26/09/13 10:38

en la IAS 32[163] e IAS 39[164]. A la luz de su normativa, las PPR no son acciones (ni PS), ni acciones (ni PS) privilegiadas, ni acciones (ni PS) sin voto, ni acciones rescatables. Esta opinión[165] parece acertada ya que la Ley, al referirse a las PPR, nunca habla de acciones sino de participaciones, ni de accionistas sino de titulares, y, por último, nunca menciona a su remuneración como dividendo sino como remuneración predeterminada del instrumento financiero. Además, la Ley permite su cotización en «mercados secundarios organizados», y no requiere que sea en «la Bolsa» como ocurría con las acciones de la sociedad cotizada. Por lo tanto, podemos afirmar que la legislación española no considera acciones a las PPR. Al no ser consideradas como acciones (ni PS), jurídicamente son, no cabe otra alternativa, deuda. Pero estas deudas no deben cumplir, no hay razón para ello, el régimen de las obligaciones establecidas en el TR-LSC, ya que las PPR pueden conferir a sus titulares derechos políticos, mientras que la legislación española sólo confiere a los obligacionistas los derechos de participación y voto en las reuniones del sindicato. Pero entonces, si las PPR no son acciones ni obligaciones, debemos especificar cuál es su naturaleza. Las posibilidades son dos: una emisión de deuda más o un nuevo híbrido financiero entre acciones y obligaciones. Lo más adecuado es considerar que las PPR son una figura financiera híbrida entre acciones y obligaciones[166].

En el orden administrativo, la legislación ha incluido dentro de *Tier one*, a los híbridos de capital emitidos a través de filiales en paraísos fiscales por las entidades de crédito españolas.

La Ley 19/2003 no intenta resolver la calificación contable de las PPR[167]. Ello supone que es la gran asignatura pendiente de la Ley[168].

---

(163) *Vid.* IASB: IAS núm. 32, *Financial instruments: Disclosures and presentation*, June, London, 1995.

(164) *Vid.* IASB: IAS núm. 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, December, London, 1998.

(165) La doctrina más experta comparte esta opinión. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones..., op. cit.*, p. 76.

(166) Este razonamiento está apoyado en FERNÁNDEZ DEL POZO, quien defiende la existencia de híbridos financieros autónomos, y como ejemplo pone la regulación española de PPR a la que se les concede «... un marco regulatorio específico». *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones..., op. cit.*, p. 81. Así lo ha entendido el Derecho italiano, sobre el que el legislador español se ha guiado para definir la regulación sobre las PPR.

(167) Desde nuestro punto de vista, no son clases de acciones, pero con toda seguridad, no formarían parte del capital social, por no ser acciones ordinarias. Esta afirmación que es incontestable, no está clara en la prensa económica: «Las participaciones preferentes son para el emisor, un valor representativo de su capital social desde el punto de vista contable». *Vid.* FERNÁNDEZ, D.: «El jaleo de las preferentes», *Dinero & inversiones, op. cit.*

(168) La naturaleza económica de las PPR es compleja. Son valores negociables de naturaleza híbrida que, por un lado, presentan características de renta variable (no obstante, no conceden a sus titulares, salvo en circunstancias excepcionales, derechos políticos, ni tampoco derechos de suscripción preferente) y, por otro, tienen notas distintivas de renta fija, como es una remuneración predeterminada. Desde el punto de vista contable, no existen dudas. La remuneración final de las PPR emitidas de forma indirecta dependerá de que la entidad o grupo español garante del producto obtenga beneficios distribuibles. Por lo

Revista DBB 130.indb 209 26/09/13 10:38

Sí pretende definir, por el contrario, el tratamiento fiscal de la figura, proporcionando un cauce adecuado para hacer atractiva la domiciliación en España de las emisiones de PPR por grupos extranjeros, procurando paliar el fenómeno de la deslocalización fiscal. Esto se intenta conseguir por medio del establecimiento de cuatro medidas:

1. Los pagos efectuados por la sociedad emisora a los titulares de las PPR serán gastos deducibles en el impuesto de sociedades de la sociedad emisora.

2. El pago de las remuneraciones a los titulares de los valores podrá efectuarse libre de cualquier retención.

3. Las rentas derivadas de las PPR obtenidas por inversores sujetos pasivos de dicho impuesto que no actúen en España mediante establecimiento permanente, estarán exentas de tributación en el impuesto sobre la renta de los no residentes, en las mismas condiciones establecidas para los rendimientos derivados de la deuda pública.

4. Las operaciones derivadas de la emisión de PPR estarán exentas de la modalidad de operaciones societarias del ITPyAJD.

Estas ventajas fiscales son muy similares a las que tenían las emisoras e inversores en ausencia de norma, por lo que se puede afirmar que el legislador intenta atraer a la Hacienda Pública española las emisiones por medio de la concesión de asimilables ventajas fiscales. Con las tres primeras medidas se pretende atraer a la legislación española las futuras emisiones de PPR; con la cuarta medida, junto a las anteriores, se intenta provocar el cambio de domicilio social, hacía una localidad española, de las empresas que ya tenían PPR emitidas. Por tanto, la Ley 19/2003 intenta, por un lado, atraer las inversiones futuras, sean de empresas españolas y extranjeras[169], y, por el otro, domiciliar en España las empresas vehículo que ya tienen emitidas previamente PPR[170].

---

tanto, siempre será pasivo exigible (pasivo financiero). De esta forma, las PPR se clasificaban bajo el PGC 1990 de acuerdo a su forma legal, como patrimonio de la sociedad emisora y sus costes se capitalizaban y amortizaban a lo largo de su vida del contrato; bajo las NIIF, el PGC-PYMES y el PGC 2007 se deben clasificar siempre como deuda.

(169) En 2004, Banco Popular, Bankinter, BBVA, Caixa Galicia, Caja Rioja y SCH, crearon filiales para la emisión de PPR desde España.

(170) El éxito de la segunda medida se está produciendo muy lentamente. En enero de 2005 se produjo el traslado de la sociedad instrumental «Caixa de Terrasa preference Ltd.» desde las Islas Caimán a España. En 2009, Caja Castilla-La Mancha (CCM) trasladó la sede de su sociedad de PPR desde las Islas Caimán a España. De esta forma, la sociedad antes denominada «CCM Preference Limited» adquiere la nacionalidad española, aunque mantiene su personalidad jurídica. Desde ese momento, «CCM Preferentes» quedó inscrita en el Registro Mercantil de Cuenca y adaptó su estatuto jurídico al Derecho español vigente, al TRLSA y a la Ley sobre régimen jurídico de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Estos cambios no implicaron una nueva emisión de los valores de las PPR, sino que quedaron sujetos a la legislación española por lo que, desde ese momento, debieron cumplir con los coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información a los ciudadanos. En 2010, Caja Mediterráneo (CAM) ha liquidado CAM International Limited, la última de las sociedades que mantenía en el paraíso fiscal de las Islas Caimán con el objetivo

Revista DBB 130.indb 210 26/09/13 10:38

6. REGLAMENTO SOBRE OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

El RD 1778/2004, de 30 de julio (BOE 07-08-2004), estableció las obligaciones de información respecto de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, así como respecto de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la UE[171].

El RD 1778/2004[172] dio un paso muy importante para intentar mejorar la gestión tributaria y la transparencia de determinadas operaciones financieras. Con la publicación de las reglas para el suministro de información en el ámbito de las PPR y otros instrumentos de deuda se ha finalizado un proceso que había comenzado con la localización de filiales, normalmente de entidades financieras, en paraísos fiscales, con vistas a obtener financiación para las actividades ordinarias de las empresas matrices. El proceso normativo formado por el RD 1778/2004 y la Ley 19/2003 intenta terminar con una situación que no era razonable jurídicamente[173], como era la financiación a través de la localización de entidades en paraísos fiscales; ante los riesgos que comportaba esa situación, se procedió a crear las condiciones financieras y tributarias para que las entidades que estaban constituyendo estos vehículos en los mencionados territorios los constituyeran en España o en cualquier país de la UE, siempre y cuando no tuviera la condición de paraíso fiscal, todo ello y en contrapartida estableciendo un exigente sistema de información de manera que la Administración tributaria pudiera contar con la identidad de los inversores.

El RD 1778/2004 intenta enmarcar, tanto las obligaciones de información que se derivan de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, como las obligaciones que se derivan de la aprobación de la Directiva 29003/48/CE del Consejo, de 3 de junio

---

de captar fondos de inversores extranjeros, según recoge el último informe semestral remitido por la caja a la CNMV. De esta forma, la entidad pone fin a 12 años de presencia en la colonia británica con los que contribuyó a financiar la expansión de la CAM por todo el territorio nacional. De hecho, la caja alicantina llegó a tener hasta tres sociedades distintas operando en las islas, la citada CAM Internacional, CAM Capital y CAM Global Finance. También en 2010, la entidad financiera Bancaja Eurocapital Finance S.A ha trasladado su sede social desde las Islas Caimán a España tras realizar la correspondiente inscripción en el Registro Mercantil de Castellón.

(171) Para ello se modificó el RD 2281/1998, de 23 de octubre, por el que se desarrollaban las disposiciones aplicables a determinadas obligaciones de información a la Administración tributaria y además modificó el Reglamento de planes y fondos de pensiones aprobado por RD 1307/1981, de 30 de septiembre. Igualmente modificó el RD 2027/1995, de 22 de diciembre, por el que se regulaba la declaración anual de operaciones a terceros.

(172) El RD 1778/2004 incorpora un capítulo V al Reglamento de obligaciones de información, que está conformado por dos artículos El artículo 11 «*Obligaciones de información»* y el artículo 12 «*Obligación de información de la entidad dominante y de la entidad titular de los derechos de crédito».*

(173) CHAMORRO apunta al «carácter ético», además del carácter razonable, como una de las motivaciones para que vengan las emisiones de PPR a España. *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima…*, *op. cit.*, 2007, 146. Evidentemente, las empresas no tomarán sus decisiones en función de los condicionantes éticos, sino que únicamente atenderán a criterios económicos. El legislador es el que debe establecer una normativa que condicione, con sus consecuencias económicas, que las decisiones de las empresas sean éticas.

Revista DBB 130.indb 211 26/09/13 10:38

de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses (Directiva del ahorro)[174].

El texto abarca dos materias bien diferenciadas en el ámbito de las obligaciones de información. En primer lugar, con la modificación del RD 2281/1998, se pretende cumplir con el mandato contenido en la Directiva del ahorro para incorporar al ordenamiento jurídico español las disposiciones relativas a determinadas obligaciones en materia de suministro de información a la Administración tributaria. En segundo lugar, se incorpora un Capítulo V al RD 2281/1998, donde se precisan las obligaciones de información que deberán cumplir determinadas entidades respecto de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, de conformidad con lo dispuesto en los apartados 3 y 6 de la D.A. segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, conforme a la redacción dada por la Ley 19/2003[175].

De acuerdo con lo señalado en su artículo 20, los destinatarios de la Directiva del ahorro son los Estados miembros de la UE[176]. El sistema establecido por la Directiva consistió en permitir que los rendimientos del ahorro en forma de intereses pagados en un Estado miembro a personas físicas residentes fiscales en otro Estado miembro puedan estar sujetos a imposición efectiva, de conformidad con la legislación de este último Estado. Para ello la Directiva optó por establecer un mecanismo de intercambio de información automático entre las Administraciones tributarias de los Estados miembros.

La translación de la Directiva al ordenamiento se completó con lo dispuesto en la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas de acompañamiento a la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2004 con el objeto de que las rentas obtenidas por residentes en España procedentes de estados que apliquen transitoriamente el mecanismo de retención a cuenta puedan ser objeto de compensación en la declaración-liquidación del IRPF que presente el contribuyente.

7. REGULACIÓN BANCARIA DE LOS FONDOS PROPIOS

La gran mayoría de las empresas que emiten PPR son intermediarios financieros. A estas sociedades les influye, tanto la regulación general del mercado financiero,

---

(174) A partir del 1-7-2005, las entidades obligadas a la captación de la información deben tener sistemas adecuados para captar dicha información y poder así suministrarla ulteriormente a las Administraciones tributarias de cada uno de los Estados. Así, la UE cuenta con un sistema de información eficiente, de forma que la libre circulación de capitales no constituya un hándicap para la gestión tributaria de las diferentes administraciones tributarias.

(175) En relación con esto último, el Consejo de Economía y Finanzas (ECOFIN), en la sesión del 3 de junio de 2003 aprobó el denominado «paquete fiscal» que se compone de la Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, y la Directiva 2003/49/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a un régimen fiscal común aplicable a los pagos de intereses y cánones efectuados entre sociedades asociadas de diferentes Estados miembros, y el Código de Conducta.

(176) La Decisión del Consejo de 19 de julio de 2004 relativa a la fecha de aplicación de la Directiva del ahorro (DOUE de 4 de agosto) retrasó la aplicación efectiva de la norma comunitaria, con todas sus consecuencias, hasta el 1 de julio de 2005.

Revista DBB 130.indb 212 26/09/13 10:38

como la específica aplicable a su sector. Este apartado se centra en una parte de la regulación de la actividad bancaria, la definición de los recursos propios mínimos, y, en concreto, la referida a la definición de recursos propios.

La actividad de los intermediarios financieros requiere la diversificación de productos financieros con riesgo de diferente calidad. Esto ha obligado a las diferentes autoridades supervisoras a establecer criterios que permitan calificar los híbridos financieros dentro de los diversos niveles (*Tier*) del capital regulatorio.

El Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision*), ha tomado tres acuerdos. El acuerdo de Basilea I, tomado en 1988[177] ha sido reformado en cuatro ocasiones: 1991, 1994, 1995 y 1998[178]. El elemento fundamental es la definición de los recursos propios admisibles como tales por la regulación bancaria. El acuerdo de Basilea II, emitido en 2004[179], tiene como aspecto fundamental el establecimiento de la fórmula que permita calcular el volumen de los recursos propios, y que depende de los riesgos asumidos por la entidad (del volumen y naturaleza de la actividad)[180]. El acuerdo de Basilea III[181], tomado en 2010, trata de cubrir las lagunas de la anterior regulación por medio de tres vías: más uniformidad en la definición de los niveles mínimos de *core capital*, exigencia de más recursos propios y, sobre todo, de mayor calidad[182].

Una de las regulaciones a las que se somete la actividad bancaria es la de exigir a este tipo de entidades unos capitales operativos mínimos, mayores cuanto mayores sean los riesgos asumidos (principalmente, los créditos concedidos).

El factor a tener en cuenta para regular los fondos propios es que las empresas bancarias financian su negocio (sus créditos) con pasivos ajenos (con depósitos). Dado que muchos créditos se conceden por periodos largos y que la mayoría de los depósitos se pueden retirar de inmediato, el negocio bancario depende del nivel de confianza.

---

(177) El denominado Acuerdo de Basilea I fue tomado en julio de 1988, con el título oficial de *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standars*. *Vid.* COMITÉ DE BASILEA: *Monetary & financial stability*, *Basel Committee on Banking Supervision,* <www.bis.org>.

(178) El Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision*) fue creado con el patrocinio del *Bank of International Settlements* (BIS), que es una institución con vocación de armonización internacional de las prácticas de supervisión bancaria. Este Comité carece de potestad normativa directa, pero sus acuerdos gozan de una extraordinaria influencia gracias a su enorme prestigio.

(179) El 26 junio de 2004 se publicaron las recomendaciones de Basilea II. El uno de enero de 2006, las entidades bancarias comienzan a calcular en paralelo los ratios exigidos por Basilea I y II. El uno de enero de 2007 entró en vigor la normativa europea para el método estándar, mientras que el uno de enero de 2008 entró en vigor la normativa europea para el método avanzado.

(180) Basilea II establece, por tanto, un cómputo de los recursos propios que sea sensible al riesgo efectivamente asumido por las entidades.

(181) Las medidas de Basilea III entrarán en vigor progresivamente a partir del 1 enero de 2013 para su aplicación en 2015 y su instalación definitiva en 2019.

(182) Siguiendo Basilea III, el nivel mínimo de la ratio capital principal se sitúa en el 8%, siendo el 10% para las entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por al menos un 20%, y que, además, presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%. *Vid.* Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

Revista DBB 130.indb 213 26/09/13 10:38

El fundamento de la regulación de los recursos propios mínimos es garantizar que la empresa bancaria tenga asegurada su continuidad(183).

El elemento fundamental de los recursos propios de los intermediarios financieros es la observación de que el concepto de capital regulatorio no coincide con el mercantil de acciones y reservas. Así, mientras esté vigente Basilea II, el capital regulatorio incluye cierto tipo de deudas (la perpetua y la subordinada), como elementos constitutivos del capital a efectos regulatorios. En sentido contrario, se restan dos elementos: fondo de comercio y participaciones en empresas financieras que no consoliden.

A efectos de garantía, no todo el capital regulatorio tiene el mismo valor. Mientras un tipo de capital regulatorio permite no sólo absorber pérdidas inesperadas sino también la continuidad del negocio bancario, otros de sus componentes permiten la absorción de pérdidas (evitando así el daño a esos acreedores, que son los depositantes) pero no garantizan la continuidad del negocio bancario. Entre los primeros, *Tier* 1, se encuentran las acciones ordinarias, las PPR perpetuas no acumulativas(184) y las reservas(185). Entre los segundos, *Tier* 2, se encuentran las reservas ocultas, las reservas de revalorización, las provisiones genéricas, las PPR salvo las perpetuas no acumulativas, el resto de instrumentos híbridos, la deuda perpetua y la deuda subordinada.

La regulación es consciente de la diferente naturaleza de cada uno de esos elementos, y por ello establece unos límites diferentes para cada uno ellos.

Los elementos constituyentes del capital regulatorio son los siguientes:

a) Las acciones ordinarias con voto y las reservas son el elemento básico del capital.

b) Las reservas ocultas son reservas conocidas por el supervisor, si bien no públicas(186).

c) Las reservas de revalorización son reservas latentes en determinados activos financieros(187).

---

(183) Se debe garantizar su continuidad no sólo en los malos momentos sino incluso en los atípicamente malos (el capital debe cubrir las pérdidas inesperadas).

(184) Son no acumulativas las que están configuradas de forma que si no hay dividendos en un ejercicio, se pierde la remuneración pactada.

(185) Todas las reservas, salvo las ocultas y las de revalorización.

(186) Sobre ellas «hay una gran heterogeneidad internacional », existiendo países como España que no las reconocen. *Vid.* ROLDÁN J.M.: «Las participaciones preferentes como recursos propios computables », *Jornada «Recursos propios de las cajas de ahorros: participaciones preferentes en España »,* Escuela de Finanzas Aplicadas, 29/4/2003, p. 3.

(187) Están valorados a precios históricos, muy por debajo del valor de mercado. Su cómputo a efectos de recursos propios lleva asociado un descuento (*haircut*) del 55% de la diferencia entre el coste histórico y el precio de mercado. También en ellas «... hay gran heterogeneidad internacional », y España, de nuevo, no las reconoce. *Vid.* ROLDÁN J.M.: «Las participaciones preferentes ... », *op. cit.*, p. 3.

Revista DBB 130.indb 214 26/09/13 10:38

d) Las provisiones genéricas son provisiones contabilizadas contra la posibilidad de pérdidas no identificadas en el balance (eso es, no asociados a activos impagados o dañados)[188].

e) Los instrumentos híbridos están compuestos por mezcla de renta fija y renta variable, con características de acciones y de deuda, como las PPR. Los dos aspectos claves de este tipo de instrumentos a efectos de capital regulatorio son su capacidad de absorber pérdidas sin dar lugar a liquidaciones y suspensiones de pago, y el diferimiento de la remuneración en el caso en que no haya beneficios distribuibles en la entidad emisora o en su grupo consolidado.

f) Las PPR no conceden derecho a voto, tienen carácter perpetuo, son rescatables y conceden a sus titulares un dividendo fijo cuyo pago se suspende en caso de ausencia de beneficios en la entidad o en el grupo consolidado. Si ese dividendo se acumula y paga en el futuro, serán acumulativas, algo positivo para el inversor pero que perjudica sus propiedades de reforzamiento de la solvencia de la entidad bancaria. Habitualmente tienen una opción de rescate por parte del emisor transcurrido un plazo de tiempo (cinco años normalmente)[189].

g) La deuda subordinada es pasivo con vencimiento superior a cinco años, que absorbe pérdidas, sólo en caso de liquidación, por delante del resto de acreedores. Por los problemas desde el punto de vista del capital regulatorio, se acepta pero con criterios muy restrictivos[190].

h) La deuda perpetua subordinada es deuda sin vencimiento ni devolución del principal. Desde el punto de vista regulatorio, su permanencia en el balance aumenta la solidez de éste, en la medida en que se evita el riesgo de renegociación en circunstancias difíciles.

Junto a estos elementos, hay que tener en cuenta las deducciones del capital. Del capital regulatorio se restan, por prudencia, el fondo de comercio y las participaciones en empresas financieras que no consolidan. En el primer caso, por tratarse de un activo de valor incierto; en el segundo caso para evitar que un mismo capital pueda ser contabilizado dos veces a efectos de recursos propios.

No todos los componentes del capital regulatorio tienen el mismo valor para el supervisor; no es lo mismo una acción con voto ordinaria que un título de deuda subordinada. El valor regulatorio de los distintos componentes del capital depende de cuatro criterios:

---

(188) Se permite su cómputo en el capital con un límite del 1,25% de los activos ponderados. «Aquí la homogeneidad internacional es mayor », por ejemplo, la normativa española no permite su cómputo dentro del capital. *Vid.* ROLDÁN J.M.: «Las participaciones preferentes ... », *op. cit.*, p. 3.

(189) Si esa opción se asocia con un crecimiento de los dividendos fijos (*step up*), al título se le denomina instrumento innovativo.

(190) De nuevo, aquí «la homogeneidad internacional es grande». *Vid.* ROLDÁN: «Las participaciones preferentes... », *op. cit.*, p. 3.

Revista DBB 130.indb 215 26/09/13 10:38

— Permanencia. A mayor permanencia del instrumento de capital en el balance, mayor valor del instrumento de capital. El motivo es que la estabilidad del instrumento supone la permanencia de éste para absorber pérdidas inesperadas en el futuro.

— Capacidad de absorción de pérdidas sin provocar liquidación o suspensión de pagos. Este criterio delimita dos clases de instrumentos de capital regulatorios: aquellos que facilitan la continuidad de la empresa bancaria, y aquellos que protegen la masa de acreedores bancarios (entre ellos, los depositantes) pero que no garantizan la continuidad del negocio.

— Prelación. Esta característica se refiere a la ordenación de los pagos en caso de pérdidas. Para que un instrumento tenga valor como capital regulatorio su prelación debe situarse por delante de los acreedores ordinarios.

— Suspensión o pérdidas del dividendo si no existen beneficios distribuibles. Con la suspensión del dividendo se evita pagar retribuciones con cargo a reservas, lo que debilitaría la solvencia del banco en un momento delicado. Si el dividendo no sólo se difiere sino que se pierde, se permite el fortalecimiento de la entidad, lo cual tiene mayor valor a efectos regulatorios.

Estos criterios permiten definir dos categorías distintas de capital, *Tier* 1 y *Tier* 2, así como diversos límites. Los dos componentes principales del *Tier* 1 son las acciones (o PS) ordinarias con voto, las reservas y las PPR perpetuas no acumulativas con opción de rescate sólo del emisor y previa aprobación del supervisor. Este es el constituyente básico del capital regulatorio, y al menos la mitad del capital regulatorio debe estar compuesto por instrumentos de *Tier* 1. Existen dos límites. El primero es que las PPR que, además de las características mencionadas, tengan un aumento de los tipos de interés asociados a la opción de amortización por parte del emisor deben ser incluidos en el *Tier* 1 [(191)]. El segundo límite es que las acciones ordinarias con voto y las reservas deben ser el elemento «predominante» del *Tier* 1 de un intermediario financiero [(192)]. Dentro del *Tier* 2 se incluyen las reservas ocultas, las reservas de revalorización, las provisiones genéricas, los instrumentos híbridos que no son *Tier* 1, las deudas perpetuas y las deudas subordinadas con vencimiento superior a cinco años. También existen dos límites. El primero es que el total del capital en instrumentos de *Tier* 2 no puede superar la cantidad de capital en instrumentos de *Tier* 1. El segundo límite es que el volumen de deuda subordinada no puede superar el 50% del *Tier* 1. A los instrumentos de capital distintos de la deuda subordinada y no sujetos al límite del 50% se les denomina UTT (*Upper Tier two*).

---

(191) Debido a que el incremento aumenta el incentivo a la amortización anticipada (y daña la permanencia en el balance bancario) se establecen dos restricciones sobre el primer límite: en primer lugar, ese incremento de tipos ha de ser moderado, de no más de 100 puntos básicos (o del 50% del *spread* inicial, con respecto al mercado), limitándose así los incentivos a la amortización anticipada; en segundo lugar, este tipo de instrumentos, denominados innovativos, no podrán superar el 15% del total del *Tier* 1.

(192) El término «predominante» es un tanto ambiguo, pero más adelante aclara que éstos deben representar mucho más del 50% del *Tier* 1.

Revista DBB 130.indb 216 26/09/13 10:38

La definición del capital regulatorio no es estática, sino que está sometida a las variaciones entre la innovación financiera y la regulación. Es difícil predecir cuál será el futuro de la definición del capital regulatorio. Sí sabemos, no obstante, que hay una serie de criterios que serán determinantes para la aceptación de un instrumento financiero como capital regulatorio, así como los límites a los que se someterá: la existencia de incentivos al rescate anticipado, la amortización anticipada, la sujeción del pago del dividendo a la existencia de beneficios distribuibles y a la discrecionalidad de los accionistas, el tratamiento contable, la existencia de una historia corporativa previa (frente a instrumentos de innovación financiera por motivos regulatorios), las características mercantiles del instrumento, y, por supuesto, será necesario tener en cuenta el margen de discrecionalidad nacional(193).

La razón de que los intermediarios financieros hayan emitido PPR, y no acciones preferentes, rescatables o sin voto legisladas en España, es que si las PPR cumplen una serie de condiciones (no acumulativas, con opción de rescate sólo del emisor y previa aprobación del supervisor), se computan como *Tier* 1, mientras que las otras serían calificadas como *Tier* 2(194).

Todo esto cambiará con Basilea III(195). Las PPR emitidas por los bancos, que actualmente forman parte del *Tier* 1, dejarán de estar integradas en él, por lo que no interesará a los intermediarios financieros mantenerlas. Para que las PPR puedan formar parte del *Tier* 1, se les exigirá que puedan absorber pérdidas, es decir, que las entidades de crédito puedan amortizarlas por menos del nominal si tiene problemas económicos, situación que no ocurre con ninguna emisión de las que actualmente circulan en el mercado. Así pues, lo lógico es pensar que las PPR emitidas en la actualidad serán amortizadas antes de 2023. Nadie obligará a los bancos y cajas a amortizar sus emisiones, pero, una vez perdida su utilidad para incrementar su nivel de solvencia del intermediario financiero, sólo queda el criterio económico. Económicamente puede que no les interese mantener vivas estas emisiones, en cuyo caso reorientarán sus inversiones hacia clases de acciones (o PS) o cualquier otro híbrido financiero(196).

Dado que las PPR no cumplieron su papel de absorber pérdidas en la crisis financiera internacional, las normas de Basilea III decretaron su exclusión del cálculo de la

---

(193) A este respecto, ROLDÁN destaca la prudencia con la que el Banco de España ha observado las nuevas regulaciones en materia de recursos propios. *Vid.* ROLDÁN: «Las participaciones preferentes...», *op. cit.*, p. 5.

(194) Para observar la importancia de ello, hay que recordar que, al menos, la mitad del capital regulatorio debe estar compuesto por instrumentos *Tier* 1.

(195) Las medidas de Basilea III entrarán totalmente en vigor en 2019.

(196) Además, las PPR «son un producto con notable éxito en el mercado minorista, no obstante esta tendencia podría verse modificada o reconducida ante la eventual aplicación obligatoria, a la luz de la futura normativa, de ciertas pautas de conducta tales como la fijación de las condiciones financieras de la emisión de acuerdo con, al menos, dos valoraciones aportadas por entidades especializadas que actúen de forma independiente; la reserva de un porcentaje de la emisión, no inferior al 10%, para el mercado institucional, con el objeto de que las condiciones financieras sean determinadas por un mercado mayorista y profesional, o la elaboración de un informe que acredite que la emisión se realiza en condiciones de mercado». NAVARRO, F.; MUNUERA, J.: «Qué es... Participaciones preferentes», *Diario El país*, NEGOCIOS, 12 de febrero de 2006.

Revista DBB 130.indb 217 26/09/13 10:38

solvencia de las entidades. Y establecieron un período transitorio de diez años entre 2013 y 2023, en que deberían ser eliminadas a razón de un 10% de su importe cada año. Éste fue el punto más negativo de las nuevas reglas para la banca española.

Las entidades financieras españolas previsiblemente van a tener un proceso más suave(197), atenuando el tratamiento de las PPR establecido en las normas de Basilea III. Según el borrador de trasposición de estas normas a la Directiva de Requerimientos de Capital IV, la UE permitirá que las PPR sigan computando íntegramente como capital hasta 2021, año en que desaparecerán definitivamente del capital, en vez de reducirse gradualmente cada año. No obstante, el borrador puede sufrir variaciones hasta que se convierta en la directiva definitiva.

8. PROPUESTA DE CLASIFICACIÓN

Este apartado no analiza las acciones ni PS privilegiadas reguladas en el TRLSC, sino otro tipo de emisiones, que no fueron reguladas en la legislación española hasta la Ley 19/2003. Estos híbridos presentan una terminología diversa: «emisiones preferentes, participaciones preferentes o incluso acciones preferentes en el sistema angloamericano»(198).

La nomenclatura «participaciones preferentes» es la traducción al idioma castellano de los instrumentos financieros «*preference/preferred shares*»(199). La traducción omite intencionadamente el término acción, sin duda para alertar al inversor del riesgo de confusión con las acciones y PS. Sin embargo, las primeras PPR eran en origen verdaderas acciones (*preference/preferred shares*), aunque sujetas a la legislación de los países en que estaba domiciliada.

En la actualidad, las empresas españolas pueden seguir financiándose con híbridos emitidos por medio de sociedades domiciliadas en otros países, cuyo objeto exclusivo es la emisión de PPR, cumpliendo las leyes de esos países. Pero, tras la entrada en vigor de la Ley 19/2003, existen otros híbridos distintos, denominados expresamente en la legislación española como «participaciones preferentes», emitidos por sociedades españolas y regulados por el Derecho español.

De esta forma coexisten tres tipos de PPR. En primer lugar, las participaciones preferentes, traducción al castellano del instrumento financiero «*preference/preferred shares*», reguladas por las Leyes de los países en que estén domiciliadas. La conside-

---

(197) Sin duda, esta matización del borrador tiene su origen en que la banca española hizo una importante labor de *lobby* para salvar las PPR; no lo consiguió en Basilea, pero sí en Bruselas.

(198) *Vid.* SCHERK, W.: «Emisiones preferentes: a medio camino entre... », *op. cit.*, 2003, p. 68.

(199) El origen de las emisiones realizadas por empresas españolas puede observarse en los propios Folletos informativos de esas entidades. Por ejemplo, el «Tríptico Informativo completo» de «Caja Madrid Finance Preferred», emisión de participaciones preferentes garantizadas por Caja de Madrid indica: «Las participaciones preferentes están inspiradas en el Derecho inglés *("preferred shares")*». *Vid.* CAJA DE MADRID: *Tríptico Informativo completo de Caja Madrid Finance Preferred*, noviembre, Caja Madrid, 2004, p. 1.

Revista DBB 130.indb 218 26/09/13 10:38

ración jurídica internacional es claramente de acciones (*shares*)[200]. Nuestra investigación propone denominarlos «PPR emitidas de forma indirecta» o «PPR no reguladas por la Ley 19/2003». En segundo lugar, están las participaciones preferentes reguladas por la Ley 19/2003. Su calificación es contraria a la anterior porque en ningún lugar de la legislación son consideradas acciones o PS. Las dos denominaciones propuestas en esta investigación son «PPR emitidas de forma directa» o «PPR reguladas por la Ley 19/2003». La tercera tipología son las «Otras preferentes», también legisladas en la Ley 19/2003. En ningún lugar de la legislación son consideradas acciones o PS. Esta investigación propone mantener la denominación «Otras preferentes».

Las PPR emitidas por empresas domiciliadas en otros países, cuya dominante es una empresa española, no reguladas por la Ley 19/2003 («PPR emitidas de forma indirecta») deben cumplir lo establecido en la legislación del país en que esté domiciliada. En la emisión de «PPR emitidas de forma indirecta» intervienen dos sociedades: la sociedad emisora, que es una sociedad instrumental o vehículo, domiciliada en un país extranjero, y la sociedad garante de la emisión, domiciliada en España, que es dominante de la instrumental[201]. La emisión de «PPR emitidas de forma indirecta» tiene ventajas mercantiles para la sociedad garante ya que puede emitir acciones sin que sea necesario cumplir algunos requisitos societarios que hubiesen sido inexcusables si se hubiesen emitido directamente acciones. Los requisitos que no son cumplidos en el caso de realizar la emisión indirecta de PPR son dos: la aprobación de la operación por parte de la Junta General de Accionista (artículo 297.1 TRLSC) y la exclusión del derecho preferente de suscripción a los accionistas (artículo 506 TRLSC).

Por su parte, las PPR reguladas en la Ley 19/2003 («PPR emitidas de forma directa») deben ser formalizadas en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil, como es obligatorio para todas las emisiones de valores negociables agrupados en emisiones en España[202]. En la emisión de «PPR emitidas de forma directa» interviene una sociedad: la sociedad emisora, domiciliada en España.

Dentro del epígrafe «otras preferentes» se incluyen cuatro emisiones reguladas en la D.A. segunda de la Ley 19/2003 y que no pueden considerarse como PPR:

— Participaciones preferentes emitidas por entidades financieras sujetas a supervisión prudencial cuando no sean entidades de crédito.

— Instrumentos financieros de deuda del número 5 de la D.A. segunda de la Ley 19/2003 y emitidos por entidades financieras objeto de supervisión pru-

---

(200) *Vid.* Sentencia 1202/2001, de 23 de febrero de 2001, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Social. Madrid (Sección 1.ª). *Vid.* Sentencia 207/2011, de 19 de enero de 2011, Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2.ª).

(201) Respecto a la garantía que debe ofrecer la sociedad española en este caso, el apartado 1.b) de la Ley 19/2003 establece que «las participaciones deberán contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad de crédito dominante o de la entidad depositaria». Por entidad depositaria se entiende otra entidad distinta de la dominante y de su mismo grupo consolidable.

(202) *Cfr.* artículo 22.2 del C.Co. y artículo 94.2 RRM.

Revista DBB 130.indb 219 26/09/13 10:38

dencial. Estas deudas pueden revestir la forma de obligaciones subordinadas, participativas y similares, pudiendo disfrutar de la calificación de *Tier two*.

— Participaciones preferentes e instrumentos de deuda del número 6 de la D.A. Segunda de la Ley 19/2003 emitidas por cotizadas.

— Otros instrumentos financieros participativos, distintos de los tres anteriores, pero con características financieras similares a las PPR.

9. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA INDIRECTA

A todas las emisiones de acciones y PS emitidas en España, es necesario añadir las emisiones de PPR realizadas por capital español en el extranjero.

Los intermediarios financieros españoles han mantenido una tendencia alcista a emitir PPR de forma indirecta en el extranjero(203), sin duda provocado por las condiciones más ventajosas que ofrecen esos países respecto al nuestro(204).

Las entidades de crédito españolas han utilizado filiales constituidas según la legislación de un paraíso fiscal, que ejercen de emisores de las PPR. La entidad de crédito actúa como garante solidario e irrevocable de los compromisos asumidos por la sociedad emisora con los titulares de las PPR. La entidad de crédito matriz se compromete a mantener la totalidad de las acciones del emisor mientras que exista saldo vivo de las PPR en circulación. Por su parte, las PPR otorgan una serie de derechos económicos y políticos a sus titulares(205).

---

(203) Los bancos españoles mantenían «una tendencia alcista a emitir participaciones preferentes de forma indirecta en el extranjero». *Vid. El País:* Negocios, 13 de diciembre de 1998.

(204) Como ejemplo, se encuentran las emisiones realizadas por BBVA, BSCH, La Caixa, Bankinter, Bancaja, Banco Popular, Cajamurcia, Cajasur y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla.

(205) Las características de las PPR son analizadas con el estudio de una emisión concreta, la realizada por ENDESA. Esta emisión es relevante porque presenta el mayor saldo en circulación y porque es una de las pocas no realizadas por una empresa no financiera y no emitida en las Islas Caimán.

La emisión se denomina «ENDESA *Capital Finance*, LLC», y, como se observa en el Folleto informativo emitido en marzo 2003, es una emisión de PPR con la garantía de Endesa S.A. Las PPR tienen un valor nominal de 25 euros, igual que su precio, y su desembolso se produjo el 28 de marzo de 2003. La emisión tiene un tipo de interés mínimo del 4% y un tipo máximo del 7% durante los 10 primeros años. Los dividendos se pagarán por trimestres a partir del 28 de junio y estarán condicionados a la obtención de beneficio distribuible. El emisor podrá amortizar por anticipado las PPR, tanto parcial como totalmente, a partir del 28 de marzo de 2013.

La emisión, realizada por ENDESA *Capital Finance*, filial de ENDESA con sede en Delaware (EE. UU.), está dirigida a los inversores españoles y se negociará en el Mercado AIAF de Renta Fija. Las entidades directoras de la emisión son Caja Madrid y el Banco Santander Central Hispano, aunque en la colocación participan otras entidades.

La emisión de PPR se dirige a todo tipo de inversores en España. Las PPR objeto de la emisión no han sido ni serán registradas bajo la *United States Securities Act of 1933 (*«*US Securities Act*»), ni aprobadas o desaprobadas por la SEC ni por ninguna otra autoridad de los EE.UU. Por tanto, las PPR no podrán ser ofrecidas, vendidas o transferidas en los EE.UU. ni a personas de los EE.UU. («*U.S. Persons*» según se definen en la Regulation S de la US *Securities Act*), excepto que dichas ventas o transferencias satis-

Revista DBB 130.indb 220 26/09/13 10:38

9.1. Derechos de los inversores

La principal ventaja económica para los inversores es que les permite disfrutar de un dividendo preferente no acumulable. El dividendo será entregado con cargo a los recursos disponibles del emisor y, si no es posible, directamente por la entidad de crédito garante. El dividendo es pagadero periódicamente y puede ser fijo o variable(206). La mayoría presenta un tipo de interés anual o trimestral aplicado sobre el nominal, en función de un índice de referencia(207).

La percepción del dividendo está sujeta a dos limitaciones. La primera es generalizada para los dividendos preferentes de todo tipo de sociedades, ya que es necesario un beneficio distribuible en la entidad de crédito garante. La segunda limitación es derivada de la regulación particular del sector bancario español, acerca de las situaciones de déficit de recursos propios en las entidades de crédito; Si las entidades de crédito presentan un déficit de recursos propios superior al 20% del mínimo legalmente establecido (8%), deberán destinar la totalidad de sus beneficios a reservas conforme a la Ley 113/1992(208).

El segundo derecho de los titulares de las PPR es el derecho a percibir el precio de amortización. El emisor se reserva el derecho a amortizarlos a partir del quinto año.

---

fagan los requisitos establecidos bajo la Regulation S de la *Securities Act*, o que estén exentas de registro conforme a la mencionada legislación.

Las características de los valores aparecen en el Folleto completo «Endesa *Capital Finance*, LLC»: «El Folleto Completo tiene por objeto la Emisión por ENDESA Capital Finance, LLC (Emisor) de participaciones preferentes, con la garantía de ENDESA, S.A. (Garante)». *Vid.* ENDESA: Estatutos sociales de «ENDESA *Capital Finance*, LLC», Endesa, Madrid, 2003, p. 5.

El emisor, ENDESA *Capital Finance* LLC, fue constituido el 21 de febrero de 2003, según la Escritura de Constitución (*Certificate of Formation*), y de acuerdo con la *Delaware Limited Liability Company Act* de EE.UU. Esta empresa es filial al 100% de ENDESA, S.A. La titularidad del 100% de ENDESA *Capital Finance*, LLC se ostenta de forma indirecta mediante la titularidad por ENDESA, S.A. del 100% de las acciones de su filial *International* ENDESA BV, que es titular directamente del 100% del capital social con derecho a voto del emisor.

Las PPR cuentan con la garantía solidaria e irrevocable de ENDESA, S.A. Las obligaciones de ENDESA, S.A. derivadas de la garantía se hallan condicionadas, al igual que las obligaciones de pago del emisor por las PPR, a la obtención de un beneficio distribuible. No obstante, si el Garante paga dividendos a los titulares de acciones ordinarias u otros valores de rango inferior a las PPR, el Garante se vería obligado a pagar dividendos a los titulares de las PPR aunque no existiera beneficio distribuible.

(206) En el año 2009, la rentabilidad «oscila entre el 6% y el 8,25%. Por ejemplo, Caja Madrid da un 7%; Santander el 7,5%; la Caixa un 6%; Caja Castilla La Mancha (entre el 7,25% y el 7,50%)». *Vid.* GARCÍA VEGA, M.A.: «El riesgo de invertir en las "preferentes"», *op. cit.*, 18-06-2009.

(207) «Aunque el inversor debe saber que sólo se abonan estas plusvalías, por término medio, los dos o tres primeros años, después se establece un tipo de euríbor más un diferencial, que varía según la entidades». *Vid.* GARCÍA VEGA, M.A.: «El riesgo de invertir en las "preferentes"», *op. cit.*, 18-06-2009. Por ejemplo, la última emisión de preferentes de la Caixa, lanzada en mayo de 2009, fue realizada por un importe de 1.500 millones de euros (antes ya había puesto en el mercado otros 3.000 millones). La rentabilidad (TAE) era del 6% durante los dos primeros años y, a partir del 30 de junio de 2011, la retribución será del euribor a tres meses más un diferencial del 3,5%.

(208) *Vid.* Ley 113/1992 de Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras.

Revista DBB 130.indb 221 26/09/13 10:38

Cuando el emisor decida hacer uso de la facultad de rescate prevista en el folleto informativo, tendrá que abonar el precio de amortización, que incluye el valor de emisión, incrementado en una cantidad igual al dividendo devengado desde la última fecha de pago de dividendos hasta la amortización. Esto permite mantener un derecho de rescate a opción de la empresa condicionado al transcurso de un periodo corto de tiempo, con un precio bajo(209).

El último derecho económico es el derecho a percibir la cuota de liquidación en los casos de disolución y liquidación simultánea del emisor y su garante.

Respecto a los derechos mixtos, las PPR no poseen derecho preferente de suscripción sobre las emisiones futuras.

Los titulares no pueden ejercer sus derechos políticos, pues no tienen ni derecho de asistencia ni de voto en las juntas generales de accionistas, excepto en tres supuestos excepcionales: el impago íntegro de un número determinado de dividendos preferentes consecutivos, la modificación sobrevenida de los derechos otorgados por las PPR, en cuyo caso será necesario recabar el previo acuerdo favorable de sus titulares adoptado con mayoría reforzada, y, por último, la disolución y liquidación del emisor, dentro de ciertas condiciones y límites(210).

---

(209) Aunque no se consideren en el contrato de emisión como «rescatables», pueden ser consideradas como tales, más aún cuando se observa su concordancia con la legislación española sobre las acciones rescatables, ya que es necesario que transcurra un plazo para poder ejercer el derecho de rescate a opción de la empresa.

(210) El análisis de los derechos que poseen los titulares de unas PPR emitidas de forma indirecta son observados por el detalle de los que poseen los emitidas por ENDESA *Capital Finance*, LLC. En cuanto a su naturaleza jurídica, las PPR forman parte del capital social del emisor, pero otorgan a sus titulares unos derechos que difieren de los correspondientes a las acciones ordinarias.

Las PPR de ENDESA otorgan a sus titulares los siguientes derechos:

(i) Dividendos. Las PPR conceden a sus titulares el derecho a percibir un dividendo variable preferente y no acumulativo, pagadero por trimestres vencidos, cuya distribución está condicionada a la existencia de beneficio distribuible, aunque esta limitación no será aplicable si el garante paga dividendos a los titulares de acciones ordinarias u otros valores de rango inferior a las PPR. Si por razón de lo anterior no se pagaran en todo o en parte dividendos a los titulares de las PPR, el emisor no pagará dividendos a los titulares de sus acciones ordinarias.

(ii) Derechos políticos. Los titulares de PPR carecen de derechos políticos con excepción de tres supuestos: falta de pago íntegro de los dividendos durante cinco períodos de dividendos consecutivos, cualquier modificación o supresión de los derechos otorgados por las PPR y en acuerdos de liquidación o disolución del emisor.

(iii) Derecho de suscripción preferente. Las PPR no otorgan a sus titulares derecho de suscripción preferente respecto de eventuales emisiones futuras de *Preferred Capital Securities* o acciones ordinarias del emisor.

(iv) Carácter perpetuo. Las PPR tienen carácter perpetuo, es decir, no tienen vencimiento. Sin perjuicio de ello, el emisor está facultado para acordar la amortización total o parcial de las PPR a partir del 28 de marzo de 2013. Asimismo, con anterioridad a esa fecha, el emisor podrá amortizar totalmente la emisión, si concurre cualquiera de los supuestos (referidos a cambios en el régimen fiscal) establecidos en el apartado II.11.1.2 del Folleto Informativo.

(v) Prelación. En los supuestos de liquidación y disolución de Endesa *Capital Finance*, LLC, las PPR se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos por delante de las acciones ordinarias del

Revista DBB 130.indb 222 26/09/13 10:38

9.2. Incorporación a nuestra legislación y mercado

La observación del gran número de emisiones de PPR realizadas de forma indirecta por empresas españolas, permite afirmar que las entidades bancarias sí tienen voluntad de financiarse con instrumentos financieros privilegiados, pero les resultan más ventajosas las emisiones foráneas.

La normativa internacional y comunitaria de control de solvencia de ciertas entidades (bancos, entidades de crédito, entidades de seguro y sociedades y agencias de valores) establece que la financiación subordinada sólo es computable dentro de los recursos de capital de peor calidad (*Tier two*) cuando, entre otras cosas, presente una cierta estabilidad. En nuestro Derecho, al igual en el comunitario, se fija en cinco años la duración mínima de la financiación subordinada computable[(211)]. Por este motivo, en las PPR realizadas por cotizadas españolas a través de filiales domiciliadas en paraísos fiscales, el emisor suele reservarse la facultad de rescatar sólo a partir de cinco años. De esta forma, la emisión computa como recurso propio para el cálculo de la ratio de solvencia, es decir, para la cobertura general de riesgos.

Las PPR emitidas por sociedades filiales domiciliadas en paraísos fiscales de las entidades cotizadas españolas tienen como característica el rescate a voluntad de la dominante. En estos casos, la sociedad emisora se limita a servir de cauce para emitir activos financieros garantizados con todo el patrimonio de la emisora.

Las PPR se negocian en el mercado de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF), denominado «AIAF, Mercado de Renta Fija». La negociación de las PPR en el citado mercado «de renta fija» fue autorizada mediante acuerdo del Consejo de la CNMV de 21 de octubre de 1998, «ampliándose así el elenco de activos que podían ser admitidos y negociados en él: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, obligaciones con o sin garantía real y subordinadas, bonos con o sin garantía real y subordinados, bonos matador, bonos de titulización, pagarés de empresa y warrants»[(212)]. Las PPR «combinan un riesgo intermedio entre renta fija y renta variable, con una rentabilidad superior a la de las obligaciones»[(213)].

Las emisiones de PPR han sido efectuadas por filiales domiciliadas en el extranjero, con garantía solidaria e irrevocable de la matriz. Normalmente se trata de filiales constituidas en paraísos fiscales, al amparo de ordenamientos societarios de corte estadounidense con objeto de captar recursos en los mercados internacionales de capita-

---

Emisor, *pari passu* con cualquier otra serie de *Preferred Capital Securities* del emisor, si las hubiere, con el mismo rango que las PPR y, por detrás de todos los acreedores (comunes y subordinados) del emisor.

(211) *Cfr*. artículo 4.3 de la Directiva del Consejo de 17 de abril de 1989 relativa a los fondos propios de las entidades de crédito, artículo 22 del RD 1343/1992, norma 8.a) de la Circular del Banco de España 5/1993, y Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

(212) Reglamento AIAF, artículo 8.

(213) CNMV: «Memoria año 1998», *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999, p. 47.

Revista DBB 130.indb 223 26/09/13 10:38

les que puedan computarse, bajo determinadas condiciones, como fondos propios de dichas entidades de crédito(214).

10. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA DIRECTA

10.1. Naturaleza económica

Las PPR son atractivas para el inversor, principalmente, porque ofrecen altas rentabilidades. Por el contrario, presenta un riesgo mayor y una liquidez menor que otras alternativas de inversión-financiación que ofrece el mercado.

Las altas rentabilidades se derivan, en primer lugar, de las propias características de las PPR. Cobran sus intereses en último lugar, y, por tanto, tienen más riesgo que el resto de los instrumentos financieros. Esta es la causa principal por la que este tipo de emisiones, necesariamente, debe tener una elevada rentabilidad(215). La segunda razón de su rentabilidad elevada es que la mayoría incorporan varias opciones de amortización anticipada para el emisor, las cuales son muy favorables para el emisor (desfavorables para el inversor)(216).

Las PPR no sólo tienen como ventaja la alta rentabilidad, sino que presentan más atractivos. Aparte de las opciones de amortización indicadas, existen otros mecanismos que pueden hacer más o menos atractiva una emisión de este tipo. Uno de ellos es introducir en una emisión a tipo variable, un «suelo» o mínimo (en inglés *floor*) y un «techo» o máximo (en inglés *cap*) al tipo de la emisión(217). Lógicamente, este juego de *cap* y *floor* será beneficioso para el comprador si ambos son elevados, y perjudicial si ambos son bajos.

---

(214) Siguiendo con el ejemplo de ENDESA, el Folleto Informativo de la emisión de PPR utiliza los siguientes términos: (a) «participaciones preferentes», para hacer referencia a los valores objeto del Folleto. (b) «Preferred Capital Securities», para hacer referencia al conjunto integrado por las participaciones preferentes y por cualesquiera otras participaciones preferentes que, en su caso, pueda emitir el Emisor, y que estén garantizadas por ENDESA, S.A. en los mismos términos que las participaciones preferentes. (c) «Preferred capital securities», para hacer referencia al conjunto de *preferred capital securities* que puedan ser emitidas por cualquier entidad filial de ENDESA, S.A. y que estén garantizadas por ésta en los mismos términos que las «Preferred Capital Securities». (d) «Participaciones Ordinarias», para hacer referencia al capital social con derecho a voto del Emisor. *Vid.* ENDESA: *Estatutos sociales de «ENDESA Capital Finance, LLC»,* Endesa, Madrid, 2003, p. 5.

(215) Si una entidad está pagando en sus bonos y obligaciones unos tipos próximos al euribor, es lógico que las PPR concedan un 1% o un 2% más, porque la emisión tiene más riesgo.

(216) Esto puede observarse en el ejemplo de una emisión perpetua a un tipo de interés fijo (igual al que paga en el mercado la deuda de riesgo similar) pero con una opción para el emisor de amortizar a la par en cualquier año a partir del quinto. Si los tipos suben (con lo que la emisión resultará ser negativa para el inversor), el emisor no la amortizará, y el tenedor se verá perjudicado; por contra, si los tipos bajan y la entidad ve que puede financiarse más barato, amortizará la emisión, con lo que el inversor se verá obligado a reinvertir a tasas más bajas. Este tratamiento asimétrico, que beneficia al emisor y perjudica al comprador, es compensado con una rentabilidad superior.

(217) Por ejemplo, se puede emitir a tipo variable euribor pero con un mínimo de 5% y un máximo del 8%.

Revista DBB 130.indb 224 26/09/13 10:38

Teniendo en cuenta las características económicas de las PPR, los inversores deben observarla con detalle y compararla con el resto de opciones de inversión-financiación, principalmente porque es un producto para inversores que no buscan liquidez. No es que las PPR sean desaconsejables para el inversor, pero sí que deben ser suscritas por inversores que no busquen alternativas de alta liquidez, y siempre exigiendo elevadas rentabilidades que les compensen por el mayor riesgo y por los inconvenientes de las opciones de amortización reservadas al emisor, en caso de estar incluidas en el folleto de emisión.

10.2. Naturaleza jurídica

Las PPR son productos que, respecto a otros, ofrecen al inversor una elevada rentabilidad a cambio de un mayor riesgo y una menor liquidez. Estas emisiones no cumplen las tradicionales características económicas que poseen las acciones (o PS) privilegiadas. No parecen acciones (o PS) porque los flujos que perciben son los que corresponderían tradicionalmente a una obligación, ya sea a tipo de interés fijo o variable (este último generalmente ligado al euribor). No son privilegiadas porque, en caso de que el emisor tenga dificultades de pago, antes cobrarán las demás obligaciones y bonos (incluidas las obligaciones subordinadas) que las PPR.

Podría entenderse que las PPR presentan carácter mixto, al poseer características económicas de otros instrumentos financieros: tienen intereses como las obligaciones(218) y tienen posibilidad de amortización como las acciones rescatables(219).

Todo lo anterior ha llevado a afirmar que la naturaleza jurídica de las PPR es similar a las obligaciones, a la renta fija(220), a las acciones preferentes, a las acciones privilegiadas, a las acciones rescatables y a las acciones sin voto(221). Parece claro que la naturaleza de las PPR no se puede definir de forma globalizada, sino que es necesario separar los supuestos en los que se han emitido, identificando si se ha realizado de forma directa o de forma indirecta.

---

(218) Las PPR están a medio camino entre las acciones y las obligaciones. *Vid.* SCHERK, W.: «Emisiones preferentes...», *op. cit.*, p. 68.

(219) Parte de la doctrina ha defendido el parentesco entre las acciones rescatables y las PPR. *Vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1-6, 1999, p. 2.

(220) Las PPR «son más asimilables con la renta fija que con la renta variable». *Ibidem,* p. 23. *Vid.* DEPARTAMENTO JURÍDICO DE «AIAF, MERCADO DE RENTA FIJA»: «Perpetuos y amortizables», *El País*, Negocios, 25 de febrero 1999, p. 23.

(221) Las conexiones entre las PPR y las acciones privilegiadas, rescatables y sin voto son puestas de manifiesto por el Departamento Jurídico de «AIAF, Mercado de Renta Fija»: «estas participaciones preferentes tienen características comunes a los tres tipos de acciones que contempla la legislación española... Si haces un cóctel con las características de las tres salen las preferentes. Los títulos se pueden rescatar, cuentan con un dividendo superior a las acciones normales y carecen de derechos políticos». *Vid.* DEPARTAMENTO JURÍDICO DE «AIAF, MERCADO DE RENTA FIJA»: «Perpetuos y amortizables», *El País*, Negocios, 25 de febrero 1999, p. 23.

Revista DBB 130.indb 225 26/09/13 10:38

Las PPR emitidas de forma indirecta (objeto del apartado anterior) tienen la calificación que les conceda la legislación extranjera en la que son emitidas(222). De esta forma, serán consideradas acciones siempre que así lo tenga definido su normativa. Esto se ha producido en la mayoría de las ocasiones porque el sistema estadounidense, utilizado mayoritariamente en las emisiones con origen en compañías matrices españolas, las considera acciones. Por el contrario, serán jurídicamente deudas si así lo define el Derecho del país donde se emitan.

Para definir la naturaleza mercantil de las PPR emitidas de forma directa en España es necesario observar la calificación jurídica que les conceda el Derecho español. Para conocer la calificación jurídica de las PPR emitidas de forma directa, normalmente se identifican los derechos que poseen sus titulares. Aunque las PPR tienen carácter perpetuo, se puede acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España(223). Los titulares de las PPR tienen tres derechos patrimoniales: un derecho de remuneración predeterminada (fija o variable y con la periodicidad de devengo que esté pactada), contingente (el devengo está condicionado a la suficiencia de recursos propios del emisor) y no acumulativa(224), un derecho al reembolso en caso de amortización anticipada y un derecho al pago de lo que le corresponda en caso de liquidación de la emisora(225). Esto supone que las PPR tienen un contenido similar al derecho del accionista de participar en el reparto de ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación(226). Sin embargo, no pueden otorgar derechos de voto(227) ni de suscripción preferente de nuevas emisiones.

La distinción entre acciones y el resto de instrumentos está centrada, aunque no con unanimidad, en los derechos administrativos. En el Derecho alemán los bonos de disfrute no pueden otorgar a sus titulares «los derechos administrativos típicos inherentes a la condición de accionista»(228). En el Derecho italiano, sólo las acciones confieren los derechos políticos, incluido el de voto(229). Sin embargo, la concesión de los derechos de voto exclusivamente a los accionistas no puede ser considerada como el criterio de distinción de las PPR. La posibilidad de que las PPR tengan derecho de voto

---

(222) Las PPR «tienen poco que ver con las acciones rescatables, con las acciones sin voto y con las acciones privilegiadas... sobre todo porque son productos muy distintos porque se establecen a partir de una regulación extranjera». *Ibidem,* p. 23.

(223) Ley 19/2003, apartado 1.f).

(224) Ley 19/2003, apartado 1.c).

(225) Ley 19/2003, apartado 1.f) y apartado 1.g).

(226) *cfr.* TRLSC, artículo 93.a).

(227) El apartado 1.d) Ley 19/2003 establece que el partícipe sólo cuenta con derechos patrimoniales, al señalar que «las participaciones preferentes no otorgan a sus titulares derechos políticos, salvo en supuestos excepcionales que establezcan las condiciones de emisión». De ello se infiere que la concesión de derechos políticos depende tanto de los deseos del emisor, como de que acontezcan supuestos excepcionales.

(228) BGHZ 119, 305, 310.

(229) Artículo 2346.6 del *Codice Civile*.

Revista DBB 130.indb 226 26/09/13 10:38

no puede provocar que sean consideradas acciones, ya que existen deudas que tienen derecho de voto. En Estados Unidos se permiten las obligaciones con derecho a voto (*voting bonds*) en las legislaciones de dos Estados: Delaware[230] y Nueva York[231]. El Derecho belga establece que las *partes bénéficiaires* confieren un derecho de voto[232] aunque no son acciones[233] ni se inscriben en el capital social[234].

La consideración de un título como clases de acciones, no depende de los derechos que concede a sus titulares, sino que depende de la calificación concedida por el legislador. El criterio correcto es el siguiente: no es posible afirmar que las PPR son acciones, pues solamente son acciones las emisiones que son así consideradas por la legislación que las regula. En España coexisten dos tipos de PPR. Las «PPR emitidas de forma indirecta» son acciones porque las legislaciones extranjeras donde se emiten, las anglosajonas, así las consideraron. Las «PPR emitidas de forma directa» no son acciones, porque jurídicamente no lo ha considerado la legislación que las regula, la española.

A la luz de la normativa española, las PPR no son acciones, ni acciones privilegiadas, ni acciones sin voto, ni acciones rescatables[235]. La Ley, al referirse a las PPR, nunca habla de acciones sino de «participaciones», ni de accionistas sino de «titulares», y, por último, nunca menciona a su remuneración como dividendo, sino como «remuneración predeterminada del instrumento financiero». Además, la Ley española permite su cotización en «mercados secundarios organizados», por lo que no requiere que sea en «la Bolsa» como ocurre con las acciones de la sociedad cotizada. Por lo tanto, la legislación española no considera acciones a las PPR emitidas de forma directa.

Al no ser consideradas como acciones, las PPR emitidas de forma directa jurídicamente son, no cabe otra alternativa, deuda. En este punto es necesario identificar si esta deuda cumple la calificación de obligación. Estas deudas no deben cumplir, no hay razón para ello, el régimen de las obligaciones establecidas en el TRLSC, ya que las PPR pueden conferir a sus titulares derechos políticos, mientras que la legislación española sólo confiere a los obligacionistas los derechos de participación y voto en las reuniones del sindicato.

Pero entonces, si las PPR no son acciones ni obligaciones, es necesario especificar cuál es su naturaleza. Las posibilidades son dos: una emisión de deuda más o un

---

(230) *Delaware Corporation Act: section* 221.

(231) *New York Corporation Act: section* 518.

(232) Artículo 453 del *Code des Sociétés*. Aunque el Derecho belga permite la atribución del derecho de voto, tiene tres limitaciones: en primer lugar no puede concederse más de un voto por título, en segundo lugar el número total de votos atribuibles al conjunto de los partícipes no puede exceder de la mitad del número de votos de los accionistas, y por último, los votos de los partícipes en la asamblea no pueden exceder los dos tercios de los votos emitidos por los accionistas. *Vid. Code des Sociétés*: artículo 559.

(233) Decisión de 19 de julio de 1995 de la Comisión de la UE en el caso Swissair vs Sabena.

(234) *Ibidem*.

(235) Para FERNÁNDEZ DEL POZO los titulares de PPR no son socios o accionistas, sino acreedores. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones preferentes...*, *op. cit.*, p. 119.

Revista DBB 130.indb 227 26/09/13 10:38

nuevo híbrido financiero entre acciones y obligaciones. Parece más adecuado interpretar que las PPR son una nueva figura financiera híbrida entre acciones y obligaciones. Esta es la interpretación del Derecho italiano(236), y parece que el legislador español se ha basado en la legislación italiana para definir su regulación sobre las PPR emitidas de forma directa.

CONCLUSIONES

1. Las PPR nacen por el deseo de las empresas de acercarse a la posición ideal de confeccionar un título con las características económicas de fondos propios pero con la calificación fiscal de deuda.

La legislación española permite emitir acciones o PS preferentes, rescatables y sin voto, con exactamente los mismos derechos económicos y jurídicos que las PPR. La única diferencia puede derivarse de su calificación jurídica, por esta razón hemos indagado sobre si las PPR tienen o no la característica jurídica de acciones o PS que las tres primeras figuras seguro poseen. Este dato es importante pero no determinante. El elemento determinante es que la legislación española confiere a las acciones y PS un trato fiscal discriminatorio respecto a las PPR. Por tanto, es fácil predecir que, mientras que existan más incentivos fiscales sobre las PPR, las empresas españolas seguirán sin emitir, de forma masiva, las clases de acciones o PS reguladas en la legislación española; por el contrario sí emitirán acciones extranjeras (PPR emitidas de forma indirecta en España, pero acciones en las legislaciones extranjeras) o emitirán PPR emitidas de forma directa en España.

La observación del gran número de emisiones indirectas de PPR realizadas permite afirmar que las entidades españolas sí tienen voluntad de financiarse con acciones o PS privilegiadas, pero les resultan más ventajosas fiscalmente las emisiones foráneas en PPR. La flexibilización de la regulación sobre las acciones privilegiadas en la LRL-MV tenía, como unos de sus objetivos, el intento del legislador español de atraer esas emisiones a nuestro mercado. La reforma no alcanza ese objetivo.

Para la economía española en general sería mejor que esas emisiones se realizaran en nuestro territorio porque la recaudación de los impuestos de esas emisiones se quedaría en las arcas de la Hacienda Pública española. La emisión de PPR en España también tiene aspectos positivos para los emisores, pues se ahorrarían la existencia de una sociedad filial extranjera. La decisión de realizar las emisiones en España o en un paraíso fiscal depende, fundamentalmente, de que el ahorro por no tener que emitir una sociedad filial extranjera sea superior al ahorro de impuestos por emitir en un paraíso fiscal. Por todo ello, para atraer las emisiones de PPR a España, es necesario disminuir la carga fiscal para el emisor, de forma que disminuyan los incentivos para crear una filial extranjera.

---

(236) El artículo 2346.6 del *Codice Civile* italiano ha creado una nueva categoría, *instrumenti finanzari partecipativi*, para agrupar un híbrido financiero distinto de la acción y de la obligación, caracterizado por una amplísima autonomía de la voluntad y sujeto a un mínimo marco legal específico.

Revista DBB 130.indb 228 26/09/13 10:38

2. Las empresas e inversores de la mayoría de los países han encontrado la necesidad de financiarse e invertir por medio de instrumentos financieros híbridos de capital. La forma de enfrentarse a la necesidad de regular estos instrumentos ha sido diferente en cada una de las legislaciones. Algunas han utilizado instrumentos que el Derecho Mercantil había diseñado para otros fines, mientras que otras han legislado instrumentos financieros *ex profeso* para ser utilizados como híbridos financieros de capital.

Para detallar los principales medios en que se han materializado los híbridos de capital en la legislación mercantil vigente en cada país, es necesario realizar una distinción entre las figuras tradicionales y las figuras emitidas *ex profeso*. Las tradicionales son las figuras reguladas en la legislación mercantil antes del auge de la innovación financiera en el siglo XX para otros propósitos, y que se destinan a partir de ese momento como instrumentos de inversión-financiación, siendo considerados híbridos de capital. Por su parte, las figuras emitidas *ex profeso* incluyen a todos los instrumentos financieros legislados de forma expresa en la segunda década del siglo XX, para ser utilizados como híbridos financieros de capital.

En la actualidad, la principal representación de híbridos financieros de capital del Reino Unido está basada en figuras tradicionales: deuda perpetua y subordinada (*perpetual subordinated debt*). Por su parte, en Estados Unidos se opta por utilizar figuras emitidas *ex profeso*, fundamentalmente, PPR a través de empresas instrumentales: TOPRS (*trust originated preferres securities*), MIPS (*monthly-income preferred stocks*) y QUIPS (*quaterly-income preferred stocks*). En Alemania y Austria han optado por utilizar las figuras tradicionales bonos de disfrute (*genusschein*). Bélgica decidió emitir una figura *ex profeso*: *parts bénéficiaries.* En Suiza se permite emitir, simultáneamente, títulos tradicionales, como los bonos de disfrute (*bons de jouissance*), y figuras emitidas *ex profeso*, como los bonos de participación (*bons de participation*). La práctica francesa utiliza únicamente figuras emitidas *ex profeso*: *titres participatifs* y *actions préférence*. Por último, en Italia se emiten sólo figuras emitidas *ex profeso*: *certificati di partecipazioni, boni de godimento, azioni de godimento, patrimonio di base* e *instrumenti finanzari partecipativi.*

Partiendo de la clasificación de los híbridos financieros de capital en función de su categorización jurídica (híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones), es posible distinguir entre las principales figuras representativas de los híbridos financieros de capital, en cada país, discriminando entre los que poseen la calificación jurídica de acciones y los que no la tienen. En el Reino Unido se han utilizado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*preferred shares, deferred shares, redeemable shares, non voting shares contingent voting, disproportionale voting, voting debt securities* y *ordinary non voting shares*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*perpetual subordinated debt*). Las empresas estadounidenses han empleado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*preferred shares* y *non voting stock*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (TOPRS, MIPS y QUIPS). En Alemania y Austria se han regulado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*vorzugsaktien*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica

Revista DBB 130.indb 229 26/09/13 10:38

de acciones (*genusschein*). En Bélgica se han empleado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*actions préférence*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*parts bénéficiaries*). Las empresas suizas han utilizado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*actions préférence*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*bons de jouissance* y *bons de participation*). Las empresas domiciliadas en Francia han empleado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*actions préférence*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*titres participatifs*). Por último, en Italia se han regulado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*azioni preferenciali* y *azioni di risparmio*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*certificati di partecipazioni, boni de godimento, azioni de godimento, patrimonio di base* e *instrumenti finanzari partecipativi*).

En España se han utilizado híbridos financieros emitidos *ex profeso,* fundamentalmente PPR emitidas de forma directa e indirecta. Respecto a la calificación jurídica, los emisores se han decantado por los instrumentos sin la calificación jurídica de acciones en mucha mayor medida que los que poseen la calificación de acciones.

3. Los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones tienen unos rasgos muy determinados, que permiten considerarlos como una agrupación homogénea:

— No están representados en acciones.

— Aunque lo más frecuente es que retribuyan aportaciones dinerarias, también pueden retribuir aportaciones no dinerarias, e, incluso, no financieras, como aportaciones de servicios o laborales.

— La retribución de los derechos patrimoniales está subordinada o condicionada a que quede suficientemente garantizada la estabilidad y continuidad empresarial del emisor.

— Atribuyen derechos administrativos, e incluso políticos, sobre todo en circunstancias excepcionales de insolvencia o impago.

Las principales diferencias entre los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones se derivan de la dimensión del derecho de voto. Dentro de ellas destacan los representativos matices encontrados entre las legislaciones anglosajonas y las continentales europeas. En el Derecho de Estados Unidos y Reino Unido, además de todas las acciones, es posible que las obligaciones tengan derecho de voto (*voting bonds*), porque este derecho se resuelve en los estatutos. Las únicas reticencias a admitir los empréstitos con derecho de voto tienen su origen en los órganos reguladores de las Bolsas de Valores (la SEC, principalmente). Por su parte, las legislaciones continentales europeas conocen una gran diversidad sobre la concesión del derecho de voto. La totalidad de las normativas (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Italia y Suiza) conceden al titular los derechos administrativos y de información, así como de defensa organizada en sindicatos o asambleas especiales. En la mayoría de las legislaciones (Alemania, Austria, Francia y Italia), los titulares tienen todos los derechos

Revista DBB 130.indb 230 26/09/13 10:38

administrativos, salvo el de voto. Las excepciones a esto se sitúan, únicamente, en los ordenamientos belga y suizo. En el Derecho belga las *parts bénéficiaries* pueden incorporar un derecho de voto condicionado. El Derecho suizo reconoce la posibilidad de que los *bons de participation* confieran en estatutos un derecho a designar vocales en el consejo.

4. Hasta el momento, la legislación de los intermediarios financieros ha beneficiado claramente la emisión de PPR, perjudicando, ostensiblemente, la elección del emisor por las clases de acciones.

Aparte de las motivaciones fiscales, la razón fundamental de que los intermediarios financieros hayan emitido PPR, y no acciones o PS privilegiadas, preferentes, rescatables o sin voto legisladas en España, es que si las PPR cumplen una serie de condiciones (no acumulativas, con opción de rescate sólo del emisor y previa aprobación del supervisor), se computan como *Tier* 1. Con la emisión de PPR se ha estado consiguiendo la obtención de aspectos retributivos ventajosos, pero cumpliendo los requerimientos legales de recursos propios.

Todo esto cambiará con Basilea III. Las PPR emitidas por los bancos y cajas españolas, que actualmente forman parte del *Tier* 1 (capital, reservas y preferentes), dejarán de contar en el *Tier* 1, por lo que no interesará a los intermediarios financieros mantenerlas. Para que las preferentes puedan formar parte del *Tier* 1, se les exigirá que puedan absorber pérdidas, es decir, que el intermediario financiero pueda amortizarlas por menos del nominal si tiene problemas económicos, situación que no ocurre con ninguna emisión de las que actualmente circulan en el mercado. Así pues, lo lógico es pensar que las actuales PPR serán amortizadas antes de 2023. Por supuesto nadie obligará a los bancos y cajas a amortizar sus emisiones, pero, una vez perdida su utilidad para incrementar su nivel de solvencia del intermediario financiero, sólo queda el criterio económico. Al no interesarles económicamente mantener vivas estas emisiones, es posible que los emisores potenciales reorienten sus emisiones hacia clases de acciones o de PS, o hacia cualquier otro híbrido financiero.

Sin embargo, es difícil pensar que los intermediarios financieros puedan prescindir de estos instrumentos en un momento tan delicado como los que se avecinan. Sin duda, este sector presionará a las autoridades para que modifiquen la actual redacción de Basilea III, y éstos, previsiblemente, cederán a las presiones para intentar no empeorar el sistema financiero. Por todo ello, el éxito de las participaciones preferentes como alternativa de inversión está asegurado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADKINS, L.D.: *Modern Business Corporations Act annotated*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1960.

AGUILERA RAMOS: «Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas», en AA.VV., en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994.

AIAF, Mercado de Renta Fija S.A.: *Emisiones en circulación* <http://www.aiaf.es/aiaf/listaEmisiones.cir?codigo=-1>, 2005.

Revista DBB 130.indb 231 26/09/13 10:38

ALONSO GONZÁLEZ, P.: «Las participaciones preferentes en España», *Actualidad Financiera*, julio, núm. 7, 2001, pp. 19-31.

BAJAS, Mukesh; MAZUMDAR, Sumon, C; SARIN, Atulya: «The cost of issuing preferred stock», *Journal of Financial Research*, 25 (4), 2002, pp. 577-592.

BANCO DE ESPAÑA: *Informe Anual 2004*, Banco de España, Madrid, 2005.

— *Memoria de la Supervisión bancaria en España 2002*, Banco de España, Madrid, 2003.

— *Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligación de información de los intermediarios financieros*, Banco de España, Madrid, 1985.

BANK OF ENGLAND: *Subordinated loan Capital Issued by Recognised Banks and Licensed Deposit-Takers*, 28 November of 1984, Bank of England, London, 1984.

— *Quarterly Bulletin*, 2 June, Bank of England, London, 1984.

BARRON BASKIN, J.; MIRANTI, P.J.J.: *A story of corporate finance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1997.

BATARDON: *Traité pratique des sociétés commerciales*, Dunod, Paris, 1970.

BECKER, H.P.: *Investition und Finanzierung*, Haufe, Freiburg, 2010.

BENNETSEN, C. «Company Law in Denmark», *Company Law in Europe*, 17.ª ed., Division B, London, 2000.

BÉRGAMO LLABRES, A.: *Sociedades anónimas: las acciones*, D.L., tomo II, Madrid, 1970.

BERGERMAN, M.: «Voting trusts and non-voting stock», *Yale Law Journal*, vol. XXXVII, 1927-28, 1928, pp. 445-467.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C.: *The modern corporation and private property*, The Mac Milliam Company, New York, 1932.

BIRDS, J.R.: *Companies Act 2006*: *The New Law*, Jordans, 2007.

BISSARA P.: «Les véritables enjeux du débat sur 'Le gouvernement de l'entreprise'», *Revue des sociétés*, núm. 1, janvier-mars, 1998, pp. 3-46.

BRÄNDEL, O.C.: *Aktiengesetz. GroBkommentar*, Water de Gruyter, Berlin, 1992.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARUS, Alan J.: *Fundamentals of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996.

BROSETA PONT, M.: *Manual de Derecho Mercantil*, Tecnos, Madrid, 1994.

BURGESS, R.: *Corporate Finance Law*, London, 1985.

CALVOSA, L.: *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995.

CARTER, Mary E.; MANZON, Gil B.: «Evidence on the role of taxes of financing choice: consideration of mandatorily redeemable preferred stock», *The Journal of Financial Research*, vol. XVIII, núm. 1, spring, 1995, pp. 103-114.

CARY; COLLINS; WANSLEY: «The impact of trust preferred issuance of bank default risk and cash-flow: evidence from the debt and equity markets», *The Financial Review*, May, vol. 38, núm. 2, 2003, pp. 235 y ss.

Revista DBB 130.indb 232 26/09/13 10:38

CARY, William L.; EISENBERG, Melvin A.: *Cases and Materials on Corporations,* 7.ª ed., Westbury, New York, 1995.

— *Corporations. Cases and materials*, The Foundation Press Inc., Westbury, New York, 1988.

CASTELLANO: «Limitti alla distribuzione dell áctivo» in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milán, 1984.

CAVALLO BORGIA, R.: *Azioni e obbligazioni di societá*, Padova, 1988.

CAZORLA PRIETO, L.M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: «Implicaciones fiscales de las participaciones preferentes», *Estudios en homenaje al profesor Pérez de Ayala*, Editorial Dikynson, Madrid, 2007, pp. 740-770.

CERA: *Il passaggio di riserve a capitale*, Milán, 1988.

CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: «Las acciones rescatables como instrumento de financiación de planes de opciones sobre acciones», *Actualidad jurídica*, núm. 27, enero 2009, pp. 42-44.

— *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007.

CHANT, PETER D.: *The Financial Statement Presentation of Corporate Financing Activities*, CICA Research Study, CICA, Toronto, 1989.

CHARLESWORTH-CAIN: *Company Law*, 14 ed. London, 1991.

CINCO DÍAS: Paraísos fiscales, <http://www.cincodias.com/archivo/buscador.html>, 4/07/01, consulta realizada el 25 de febrero de 2008.

CINCOTTI, C.; NIEDDU ARRICA, F.: «Le preferred shares nel diritto italiano: propietá della societá per azioni e strumenti finanziari ibridi», *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 30, 2003, pp. 675/II y ss.

CLARK, Robert C.: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, Madrid, 2008.

— *Los productos de renta fija*, CNMV, Madrid, 2002.

— *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999.

— *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1998.

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÁ E LA BORSA (Consob): <http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_2004.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=10#a45>, consulta realizada el 10 de junio de 2010.

COMITÉ DE BASILEA: *Monetary & financial stability*, *Basel Committee on Banking Supervision* <www.bis.org>, consulta realizada el 1 de junio de 2008.

CONLLEDO LANTERO, F.: «La emisión de acciones preferentes por sociedades bancarias españolas», en *Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, Madrid, 2002, pp. 4014 y ss.

COOPER, S.K.; FRASER, D.R.: «The boom in bank preferred stock issues», *The Banker Magazine*, núm. 166, 1983, pp. 73-77.

CORDONNIER, P.: «L'egalité entre actionnaires avant et depuis la Loi du 22 novembre 1913», *Journal des Sociétés*, 1924, pp. 5-62.

Revista DBB 130.indb 233 26/09/13 10:38

COSACK, K.: *Traité de droit commercial,* traduit sur la 6e éd. allemande par Léon Mis Giard et E. Brière, Paris, 1904.

— *Tratado de derecho mercantil*; traducción de la 12.ª ed. Alemana por Antonio Polo, *Revista de Derecho Privado*, Madrid, 1935.

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTOR: *Fondos de inversión*, <www.ciicentral.com/com/ciicentral/policies.htm.>, consulta realizada el 24 de junio de 2010.

COX, J.; HAZEN, T.; O'NEAL, F.: *Corporations*, Boston, New York, Toronto, London, 2003, pp. 21-17.

CREMADES, B.M.: «Aspectos actuales de la financiación de las empresas», La Ley: *Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 1, 1986 , pp. 1186-1193.

CHARLESWORTH, J.; CAIN, T.E.: *Company Law*, 14 ed. London, 1991.

CHOPER, J.H.; COFFEE, J.; GILSON, R.: *Cases and Materials on Corporations*, 4.ª ed., Boston, 1995.

CUESTA RUTE DE LA, J.M.ª: «Clases especiales de acciones y su problemática», *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, núm. 106-107, julio-octubre, 1973, pp. 913-982.

DANOS. G.: *Les actions a vote plural*, Université de Paris. Faculté de droit, Paris, 1922.

DA SILVA RIBEIRO, M.: «Aspectos fundamentais do novo acordo de Basileia», *Revista de Contabilidade e Finanças*, 2006, pp. 4-10.

DAVIES, PAUL, L.: *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6.ª ed. Sweet&Maxwell, London, 1997.

DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA: *Cortes Generales Diario de Sesiones del Senado***,** <http://www.senado.es/legis8/publicaciones/html/textos/CS0344.html>, consulta realizada el 15 de julio de 2008.

EL PAÍS: Negocios, 4 de octubre de 1998, p. 24, <http://www.elpais.es/>.

— Negocios, 13 de diciembre de 1998, <http://www.elpais.es/>.

ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. «Debt-equity hybrid securities», *Journal of Accounting Research*, núm. 2, vol. 37, Autumn, 1999, pp. 249-274.

EXPANSIÓN: «Solbes bloquea la fuga de capitales hacia los grandes paraísos fiscales», *Diario Expansión*, 31 de mayo de 2005, p. 28.

EZAIZER, E.: «Anticorrupción archiva el caso de las emisiones en paraísos fiscales aunque las cree irregulares», *Diario El País*, <http://www.elpais.es/>, 1 de febrero de 2003.

FABBRI, S.: «Il certificati petrolieri», *Rivista della de Societá*, 1958, pp. 624-630.

FERNÁNDEZ, D.: «El jaleo de las preferentes», *Dinero & inversiones*, 12 de abril de 2009.

FERNÁNDEZ ARMESTO, J.; DE CARLOS BERTRÁN, L.: *El Derecho del mercado financiero*, Civitas, Madrid, 1992.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «El requisito de mantenimiento de la integridad del capital social tras la reforma contable (Ley 16 /2007, de 4 de julio)», *18.º Forum de l'auditor profesional*, Sitges, 3 y 4 de julio, 2008.

Revista DBB 130.indb 234 26/09/13 10:38

— *Las participaciones preferentes: un híbrido supletorio del capital social*, Thomson Civitas, Madrid, 2005.

— «Gobierno corporativo e híbridos financieros. Derechos políticos en cabeza de no-socios. El caso de las participaciones preferentes», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, vol. I, Revista de Derecho de Sociedades, Thomson-Aranzadi, 2005, pp. 571-615.

— «Un nuevo puzzle», *Diario Cinco Días*, OPINIÓN, 15 de diciembre, 2003, p. 3.

— «Greenmail y amortización no paritaria de acciones y de participaciones. Un examen crítico del Estado de la Cuestión en nuestra jurisprudencia», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2003, pp. 39-80.

— *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002.

— «Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas, Examen de la cuestión en Derecho societario», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 234, 1999, pp. 1460-1480.

— «Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», *RDM*, 1995, núm. 218, 1995, pp. 1393 y ss.

— *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992.

— «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, tomo IV, 1990, pp. 1164-1177.

FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Oxford, 1999.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY: *Interim Prudential Sourcebook*, Banks, section 5, <www.fsa.gov.uk>, 2003.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, 23 June 2002.

FRIEDMAN, L.M.: *A History of American Law*, New York, 1973.

FRISCHMANN, P.J.; KIMMEL, P.D.; WARFIELD, T.D.: «Innovation in preferred stock: current developments and implications for Financial Reportings», *Accounting Horizons*, September, 1999, pp. 201-218.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1999, pp. 1-6.

GARCÍA VEGA, M.A.: «El riesgo de invertir en las "preferentes"», <http://www.dossierempresarial.com/leernoticia.asp?id=3557>, 18-06-2009.

GESSLER, E; HEFERMEHL, W.; ECKART, U.; KROPFF, B.: *Aktiengesetz Comentar,* band IV, 16 Lieferung, München, 1994.

GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, Davies, P.L./Prentice, D.D., London, 1997.

GREENE, R.: «What, and Whose, Bottom Line?», *Forbes*, October, 1988, p. 7.

GRIER, N.: *UK Company Law*, Wiley, Chichester, 1998.

HAMILTON, Robert W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996.

HARRIS, A.J.: «Trust preferred securities still eligible capital treatment; new rules are a compromise», *Banking law journal*, vol. 121, núm. 8, 2004, pp. 688-696.

Revista DBB 130.indb 235 26/09/13 10:38

HEINKEL, R.; ZECHNER, J.: «The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, núm. 1, March, 1990, pp. 1-24.

HENN, G.: «Die Gleichbehandlung der Aktionäre in Theorie und Praxis», *Die Aktiengesellschaft: Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen*, 1985, pp. 240 y ss.

HENN, H.G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1986.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (IASB): International Accounting Standard núm. 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, December, IASB, 1998, London.

— International Accounting Standard núm. 32 (revised): *Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London.

JEANTIN, M.: «Observations sur la notion de catégorie d'actions», *Recuil Dalloz Sirey*, núm. 12, 1995, pp. 80-96.

JENNINGS, R.W.; BUXBAUM, R.M.: *Corporations (cases and materials)*, 5.ª ed. West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1989.

KARSTEN SCHMIDT, H.C.: «La Reforma alemana: Las Kontrag y Transpug de 1998 y 2002, y el Código Cromme», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 22, 2004, pp. 19-34.

KESTNER, Fritz: *Der Organisationszwang. Eine Untersuchung über die Kampfe zwischen Kartellen und Aussenseitern*. Berlin, 1912.

KHANA, A.; MC CONNEL, J.J.: «MIPS, QUIPS and TOPRS: old wine in new bottles», *Journal of Applied Corporate Finance*, núm. 1, 1998, pp. 40-52.

KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999.

KLEIN, W.A.; COFFEE, J.C.J.: *Business organization and finance*, 7.ª ed. Westbury, New York, 2000.

KRAFT: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, Berlin, 1970.

KINDLEBERGER, Ch. P.: *A financial history of Western Europe*, Oxford Universtiy Press, Oxford, 1993.

KRIEBEL, M.: «Mehr stimmrechtslose Vorzugsaktien?», en *Die Aktiengessellschaft*, 1963, pp. 175 y ss.

KÜBLER, F.: *Gesellschaftsrecht*, 5th ed. revised and extended, C.F. Müller, Heidelberg, 1998.

LUTTER, M.: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, RDN,* Köln-Berlin-Bonn-München, 1989.

MANNING, B.; HANKS, J.: *Legal capital*, 3.ª ed., New York, 1990.

MARTÍ MORENO, J.; TORRECILLAS POWER, E.; FERRADA LAVALL, E.; ARIAS PORTACELI, C.: *Las cuotas participativas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

MARTÍN, C.: «El Congreso amnistía las emisiones de bancos y cajas en paraísos fiscales», *Diario El País*, <http://www.elpais.es/>, 26 de marzo de 2003.

Revista DBB 130.indb 236 26/09/13 10:38

MARTÍN SIMÓN, P.: ¿Es justa la rentabilidad de las preferentes?, *Cinco Días*, <http://www.cincodias.com/articulo/mercados/justa-rentabilidad-preferentes/20090623cdscdimer_13/cdsmer/>, 23-06-2009.

MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes*, *Expansión*, <www.expansión.com/2009/05/15/inversion/1242418410.html>, 17-05-2009.

MATTEI, U.: «La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?», en *Rivista di Diritto Commerciale*, núm. I, 615, 2003, pp. 616-617.

MAYSON, S.W.; FRENCH, D.; RYAN, C.: *Company Law*, 13.ª ed., London, 1997.

METZGER, M.B.; MALLOR, J.; BARNES, A.; PHLLIPS, M.: *Business Law and the Regulatory Environment*, 8.ª ed. Homewood, 1992.

MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002.

MOURGUES, N.: *Capitaux propres et quasi fonds propres*, Économie, Paris, 1996.

MUÑOZ, J.M.: «Junta Universal y acciones sin voto», *La Ley*, núm. 3519, 1994, pp. 1 y ss.

NATTINI, A.: «Il negozio autorizzativo», *Riv. Dir. Comm*. I, 1912, pp. 364 y ss.

NAVARRO, F.; MUNUERA, J.: «Qué es... Participaciones preferentes», *Diario El país*, NEGOCIOS, 12 de febrero de 2008.

NELKEN, I.: *Handbook of hybrid instruments: convertible bonds, preferred shares, ELKS, DECS and other mandatory convertible notes*, John Wiley & Sons, 2000.

NORMAN, J.: «How to juggle numbers so the debt doesn't show», *Business Week*, November, 7, 1988, p. 152.

NOTARI, M.: «Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipaviti», en *Lezioni sulla reforma e modelli statutari*, Milano, 2003.

PAILLESEAU, J.: «La modernización del derecho de las sociedades comerciales», *La Ley*, tomo 1997-E, 1997.

PALMER'S: *Company law*, I, London, 1992.

PENDLEBURY, M.; GROVES, R.: *Company accounts. Analysis, interpretation and understanding*, Alden Press, Osney Mead, Oxford, 1999.

PISANO MASSAMORMILE, A.: «Azioni ed altri strumenti finanziari partecipaviti», *Rivista delle Societá di Capitali*, núm. 48, 2003, pp. 1268-1315.

RAULT, J.: «Les certificats pétroliers», *Revue Droit Commercial*, 1957, pp. 843-878.

RECKKINGER, G.: «Vorzugsaktien in der Bundesrepublick », en *Die Aktiengesellschaft*, 1983, pp. 216 y ss.

RICKFORD, J. «Legal approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests», *European Business Organizations Review*, núm. 7, 2006, pp. 135-179.

RITTER, C.: *Aktiengeset*, 2.ª ed., Water de Gruyter, Berlin, 1939.

Revista DBB 130.indb 237 26/09/13 10:38

ROLDÁN J.M.: «Las participaciones preferentes como recursos propios computables», *Jornada «Recursos propios de las cajas de ahorros: participaciones preferentes en España»,* Escuela de Finanzas Aplicadas, 29 de abril de 2003, p. 3.

SÁNCHEZ-QUIÑONES, J.: «Prefiero acciones a preferentes», *Cotizalia*, 9 de junio de 2009.

SCHERK, Walter: «Emisiones preferentes: a medio camino entre las acciones y las obligaciones», *Bolsa de Madrid*, marzo, 2003, pp. 68-69.

SCHUIT, S.R.: *Corporate Law and Practice of the Netherlands*, The Hague, 1998.

SCHWARTZ, R.J.; CLIFFORD W.S.J.: *Advanced Strategies in Financial Risk Management*. New York Institute of Finance, New York, 1993.

SIEBEL, U.R.: «Vorzugsaktien als hybride finanzierungsform und ihre grenzen», en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, núm. 161, 1997, pp. 642 y ss.

SIMMONS, P.L.: «Dual class recapitalization and shareholders voting rights», *Columbia Law Review*, 87, 1987, pp. 106-125.

SINKEY, J.F.J.: «Bank capital structure, regulatory capital, and securities inonovations», *Journal of Money, Credit & Banking*, núm. 3, 2003, pp. 301-335.

SOLOMON, L.D; BAUMAN, J.: *Selected Cooperation and Partnership*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1992.

STANDARD AND POORS: *Ratings*, Mc Graw-Hill, New York, 2009.

STOUFFLET, J.: «Aménagements statutaries et actionnariat de la société par actions simplifiée», *Revue des Sociétés*, núm. 2, avr-juli, 2000.

TANZI, V.: «Globalization and the Work of Fiscal Termites», *Finance and Development*, March, Volume 38, Number 1, 2001.

TOPHAM, A.F.; BUCHANAN-DUNLOP, R.: *Palmer's Company Precedents, Debentures,* London, 1952.

TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, Presses Universitaires de France, Paris, 1985.

VAN HORNE, J.C.: *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New York, 1997.

VERNIMMEN, P.: *Finance d'entreprise*, 5.ª ed. Dalloz, Paris, 2002.

VICENT CHULIÁ, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: «Derecho de sociedades y mercado de valores», *La Ley*, 21 de abril, 1999, pp. 1957 y ss.

VON CAEMMERER, E.: «La riforma tedesca della societá per azioni del 1965», en *Rivista delle Societá,* 1967, pp. 165 y ss.

YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.

ZÖLLNER, W. (1984): *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*. Stand der Bearbeitung, dezember, Einleitungs-Band, Köln, Berlin, Bonn, München.

Revista DBB 130.indb 238 26/09/13 10:38

COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES ENTRE CLIENTELA MINORISTA (*)

FERNANDO ZUNZUNEGUI

Universidad Carlos III de Madrid

RESUMEN

La crisis financiera ha puesto de relieve la actuación oportunista de algunos bancos, que han aprovechado la relación de confianza con sus clientes para colocarles productos no adecuados a su perfil. En España, la comercialización en las sucursales de las entidades de crédito de participaciones preferentes entre clientes minoristas ha creado un problema de enormes proporciones. Estos títulos son un instrumento complejo y de riesgo elevado, con el que se puede perder todo el capital invertido. Pese a su complejidad y riesgo fueron ofrecidos por las entidades de crédito, principalmente cajas de ahorros, como una alternativa a los depósitos a plazo, sin informar de sus riesgos.

En este artículo se identifica el problema de la distribución indiscriminada de participaciones preferentes entre la clientela de las sucursales de las entidades de crédito. Tras identificar el problema se revisa el marco legal aplicable a la comercialización de participaciones preferentes, con el fin de proponer los cambios para mejorar la protección al inversor. Para finalizar con unas medidas paliativas que podrían aplicarse para dar una solución justa y equitativa a los clientes más perjudicados.

Palabras clave: *participaciones preferentes, comercialización inadecuada, protección al inversor, educación financiera, crisis financiera.*

ABSTRACT

The financial crisis has highlighted the opportunistic conduct of some banks, which have taken advantage of the trust relationship with their clients to place them unsuitable products. In Spain, the distribution of preferred shares among retail customers has created a problem of enormous proportions. Preferred shares are a high-risk complex financial instrument, with which you can lose all the capital invested. Despite its complexity and risk were offered by credit institutions, mainly savings banks, as an alternative to time deposits, without reporting risks.

This article identifies the problem of indiscriminate distribution of preferred shares among retail clients of credit institutions. After identifying the problem its review the legal framework applicable to the sale of preference shares, to propose changes to improve investor protection. To end with mitigation measures that could be applied to give a fair and equitable treatment to most affected customers.

Keywords: *Preference shares, mis-selling, investor protection, financial education, financial crisis.*

(*) Este trabajo recoge el informe de igual título de 31 de enero de 2013, elaborado para el Defensor del Pueblo, base del "Estudio sobre participaciones preferentes" de marzo de 2013, de esta Institución, actualizado con alguna cita bibliográfica.

Revista DBB 130.indb 239 26/09/13 10:38

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.
2. EL PROBLEMA.

2.1. Análisis de las participaciones preferentes.

A) Visión del Banco de España.
B) Análisis de la CNMV.

2.2. Características de las participaciones preferentes.

A) No son productos de renta fija.
B) No son productos de alta remuneración.
C) No tienen liquidez.
D) No son preferentes.

2.3. Origen y delimitación del problema.
2.4. El sistema de comercialización de las participaciones preferentes.
2.5. Actuación de los supervisores.
2.6. Memorando de la Comisión Europea.

3. EL MARCO LEGAL.
4. MEDIDAS PREVENTIVAS.

4.1. Análisis de la propuestas de otros países.

A) Hacia la protección del consumidor financiero en el Reino Unido.
B) La moratoria belga.
C) La respuesta italiana.
D) Lecciones del caso Lehman Brothers en Hong Kong.
E) Lecciones del carácter previsor de los canadienses.

4.2. Arquitectura Institucional.
4.3. Premisas para una mejor regulación.
4.4. Relación de medidas preventivas.

A) Prohibición de oferta de productos inadecuados.
B) Reforzar la transparencia.
C) Control en el diseño para logar productos más simples.
D) Etiquetado de los productos financieros.
E) Prohibición de productos complejos de alto riesgo.
F) Contrato marco para al ahorrador.
G) Educación financiera.

Revista DBB 130.indb 240 26/09/13 10:38

H) Control de incentivos.
I) Nueva autoridad de protección del consumidor financiero.

5. MEDIDAS PALIATIVAS.

5.1. El arbitraje bajo control del banco.
5.2. Comisión de seguimiento.
5.3. La CNMV como gestor natural de las reclamaciones.

6. CONCLUSIONES.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha puesto de relieve la actuación oportunista de algunos bancos que han aprovechado la relación de confianza con sus clientes para colocarles productos no adecuados a su perfil(1). De tal modo que los inversores minoristas han perdido dinero a raíz de inversiones cuyos riesgos no eran transparentes(2).

En España, la comercialización en las sucursales de las entidades de crédito de participaciones preferentes entre cientos de miles de clientes ha creado un problema de enormes proporciones.(3) Estos títulos son un «instrumento complejo y de riesgo elevado, ya que se puede perder el capital invertido»(4). Pese a su complejidad y riesgo fueron ofrecidos por las entidades de crédito, principalmente cajas de ahorros, como

(1) Según la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), hay evidencias de que: «Complex products were often sold to elderly and senior investors with little investing experience and market knowledge» (*Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*, febrero, 2012, p. 49).

(2) «La crisis financiera ha puesto de manifiesto la importancia de resolver estos problemas. Los inversores minoristas han perdido dinero a raíz de inversiones cuyos riesgos no eran transparentes o no habían entendido. Además, los productos de inversión minorista, entre ellos los productos estructurados minoristas o los contratos de seguro con fines de inversión, se han vendido y se siguen vendiendo con frecuencia a los inversores minoristas como sustitutivos de productos simples, tales como cuentas de ahorro, aunque estos inversores no necesariamente entiendan las diferencias. Ello se inscribe en un contexto de absoluta pérdida de confianza de los inversores: una reciente encuesta entre los consumidores de toda la UE mostró que confían menos en los servicios financieros que en cualquier otro sector de actividad», Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión, COM/2012/0352 final - 2012/0169 (COD).

(3) En este trabajo utilizamos el término «comercialización» en un sentido amplio comprendiendo tanto el proceso de venta como el asesoramiento sobre participaciones preferentes. No obstante, la inadecuada comercialización también afecta a otros instrumentos de similar complejidad y riesgo, como son las obligaciones subordinadas perpetuas, a las que se podrían aplicar muchas de las conclusiones del presente trabajo.

(4) Memoria 2011 sobre Atención de reclamaciones y consultas de los inversores de la CNMV, p. 68.

Revista DBB 130.indb 241 26/09/13 10:38

una alternativa a los depósitos a plazo, sin informar de sus riesgos. Los clientes nunca fueron advertidos de que se trataba de un producto peligroso que les hacía vulnerables. Con el tiempo esa peligrosidad se ha materializado con la pérdida de valor de mercado de los productos.

Los clientes, consumidores de estos productos financieros de alto riesgo, se han visto sorprendidos al descubrir que lo que consideraban una inversión segura amenazaba el principal de sus ahorros, con la consiguiente pérdida de confianza en las entidades que les habían situado en esa posición. De tal modo que al problema para los clientes de ver amenazados sus ahorros se añade el riesgo para las entidades de perder su reputación.

Ante este panorama, la mayor parte de las entidades de crédito emisoras de estos productos han procedido a ofrecer canjes a los clientes con el fin de darles una salida que minore las pérdidas y les permita mantener la relación de clientela. Sin embargo, algunas entidades, en concreto las que han sido rescatadas con dinero público, tenían vetada esta solución(5). Este veto deriva del Memorando de la Comisión Europea de 24 de julio de 2012, que condiciona las ayudas destinadas a rescatar a la banca española a la asunción de pérdidas por parte de los titulares de las participaciones preferentes(6).

En este artículo nos vamos a ocupar de identificar el problema de la distribución indiscriminada de participaciones preferentes entre la clientela de las sucursales de las entidades de crédito (epígrafe 2). Una vez identificado el problema haremos una revisión crítica del marco legal aplicable a la comercialización de participaciones preferentes (epígrafe 3), con el fin de proponer los cambios para mejorar la protección al inversor (epígrafe 4). Pero estas medidas preventivas no resuelven el problema de aquellas familias que adquirieron participaciones preferentes y no han recibido un canje que les compense de forma adecuada. Por esta razón, añadimos un apartado dedicado a las medidas paliativas que podrían aplicarse para dar una solución justa y equitativa a los clientes más perjudicados (epígrafe 5). El artículo finaliza con unas sucintas conclusiones (epígrafe 6).

2. EL PROBLEMA

Este apartado se dedica al análisis del problema de la comercialización de las participaciones preferentes, para lo cual debemos comenzar por el estudio del producto antes de ocuparnos de su comercialización.

---

(5) Entre las que están Nova Galicia Banco, Catalunya Banc y Bankia. Véase PERTÍÑEZ VÍLCHES, F., «Canje de participaciones preferentes por acciones y efectos sobre la acción de anulación del contrato por vicio en el consentimiento», *Diario La Ley*, núm. 8036, 5 de marzo de 2013.

(6) Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012, bajo el principio de absorción de pérdidas «en la mayor medida posible» por parte de los instrumentos híbridos, de los que forman parte las participaciones preferentes (BOE, núm. 296, del lunes 10 de diciembre de 2012, sec. I., p. 84557).

Revista DBB 130.indb 242 26/09/13 10:38

2.1. Análisis de las participaciones preferentes

Para entender lo que son las participaciones preferentes conviene acercarnos al análisis que tanto el Banco de España como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) realizaron de ellas con antelación a la crisis. Las largas citas que vamos a reproducir se justifican por lo ilustrativas que resultan para comprobar que los supervisores financieros eran perfectamente conscientes de lo inadecuado que resulta comercializar participaciones preferentes entre inversores minoristas.

A) Visión del Banco de España

El Banco de España alertaba en noviembre de 2002 de «su preocupación por el peso creciente de las participaciones preferentes en los recursos propios básicos de algunas entidades, así como por la forma en la que, en determinados casos, se comercializan entre la clientela minorista tradicional». Esta alerta se justificaba «dado que algunas participaciones preferentes no se han dirigido al mercado institucional, sino que se han comercializado entre la clientela minorista (con menor capacidad de valoración del riesgo asociado al instrumento), que su liquidez en el mercado secundario es muy escasa(7), y puesto que ofrecen una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido, las entidades podrían estar incurriendo en riesgo de reputación. En concreto, si a la rentabilidad ofrecida se le resta la prima de riesgo derivada del bajo derecho de prelación de las participaciones preferentes, la prima a percibir por su iliquidez y el precio de la opción de compra otorgada al emisor (aspectos mal conocidos por el pequeño inversor), es dudoso que, en algunas de estas emisiones, la rentabilidad residual supere a la de una imposición a plazo fijo». Subrayando en ese mismo lugar que las características de las participaciones preferentes son: «que no otorgan derecho a voto; que su derecho de prelación solo es mejor que el de las acciones ordinarias; que su forma de remuneración es la de los valores de renta fija, si bien condicionada a que el grupo obtenga beneficios y sin carácter acumulativo; y que, aunque su plazo es ilimitado, normalmente el emisor se reserva el derecho a amortizarlas con autorización del supervisor (en nuestro caso, el Banco de España)».

Esta nota del Banco de España describe la complejidad del producto, destaca su escasa rentabilidad, y sus elevados riesgos, y alerta del problema de una comercialización inadecuada de participaciones preferentes entre clientela minorista.

B) Análisis de la CNMV

Un estudio de la CNMV del 2007 reconoce que: «Las participaciones preferentes por sus características financieras (perpetuidad, amortizables anticipadamente a volun-

(7) Destacando en nota que en la Comisión Nacional del Mercado de Valores se habían recibido ya en aquel momento reclamaciones por la escasísima liquidez de las participaciones preferentes que cotizan en el mercado AIAF.

Revista DBB 130.indb 243 26/09/13 10:38

tad del emisor y tener un estatus por detrás de la deuda subordinada en la prelación de créditos) no son instrumentos financieros de fácil valoración, especialmente para el pequeño inversor»[8]. Según este mismo estudio, las «participaciones preferentes emitidas en España han presentado en general unas condiciones de emisión poco atractivas para los inversores: el periodo de protección no ha sido largo, ya que en la mayoría de los casos ha sido de 5 años, la remuneración a tipo variable ha presentado diferenciales estrechos respecto del índice de referencia y el reembolso ha sido establecido en todos los casos a la par sin ningún tipo de prima que compense el riesgo de prepago que conllevan estos activos. El agravante de todo esto es que su característica de perpetuidad deja atrapados a los inversores en unas inversiones de rentabilidad dudosa»[9].

De lo cual se deduce que la CNMV era perfectamente consciente de que las participaciones preferentes era un instrumento poco atractivo para el inversor minorista desde el punto de vista de su rentabilidad, y, además, resultaba difícil de valorar por éste.

2.2. Características de las participaciones preferentes

De las anteriores citas podemos extraer las principales características de las participaciones preferentes que sirven para acercarnos a su naturaleza y nos serán útiles para analizar el problema que ha generado su incorrecta comercialización.

A) No son productos de renta fija

Las participaciones preferentes son, según la Autoridad Europea de Mercados y Servicios (ESMA), productos de renta variable[10]. Se diferencian de las acciones por su complejidad, al incorporar opciones. Ya en 2004 la CNMV detectó que «este instrumento se comercializaba como si se tratara de un producto de renta fija, cuando no lo es»[11]. Pero siguieron comercializándose como si fueran renta fija y registrándose en los extractos bancarios como renta fija. Mejor habría sido denominarlas «acciones preferentes» para alertar a los clientes del riesgo asumido[12].

---

(8) BLANCO MARCILLA, E., *Participaciones preferentes: Rentabilidad de las emisiones*. Monografía núm. 24, CNMV, Madrid, 2007, p. 5.

(9) Ibídem, p. 49.

(10) CESR Q&A *MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements* (Ref.: CESR/09-559).

(11) Informe Anual de la CNMV, sobre los mercados de valores y su actuación de 2004, p. 143.

(12) Según CONTHE, M., presidente de la CNMV desde octubre de 2004 hasta mayo de 2007:«Las expresiones *preferred shares* y "acciones preferentes" no son engañosas, porque el sustantivo "acciones" alerta al inversor del riesgo inherente a este tipo de valores». Y añade: «Por desgracia, la expresión "participación preferente" es engañosa: como no incluye el esclarecedor sustantivo "acción", suscita la impresión o "implicatura" equivocada de que se trata de un valor financiero "privilegiado". Por eso, para el pequeño ahorrador una expresión más clara sería "deuda ultra-subordinada", que utiliza en

Revista DBB 130.indb 244 26/09/13 10:38

Si bien conviene señalar que las participaciones preferentes tienen mucho mayor riesgo para el inversor minorista que las acciones cotizadas. Las participaciones preferentes son instrumentos complejos y tienen problemas de liquidez. Las acciones son instrumentos simples fáciles de seguir, con la liquidez que les proporcionan las bolsas donde cotizan(13).

B) No son productos de alta remuneración

Como hemos anticipado, según el Banco de España, las participaciones preferentes «ofrecen una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido», siendo dudoso «que la rentabilidad residual supere a la de una imposición a plazo fijo». Sin embargo, se han venido comercializando como si fueran productos de alta remuneración. De hecho, el principal argumento para no indemnizar a los afectados es el de «nadie da duros a peseta», cuando lo cierto es que la promesa de rentabilidad carecía de todo fundamento, pues como dice el Banco de España su rentabilidad no supera a la de los depósitos a plazo. Luego estamos ante un caso de información engañosa a los consumidores.

C) No tienen liquidez

Las participaciones preferentes son «títulos ultrasubordinados, que tienen una liquidez muy restringida y que por tanto si se intentan liquidar se pueden obtener pérdidas significativas»(14). La mayor parte de las participaciones preferentes cotizan en AIAF, mercado secundario oficial. Lo que ocurre es que el segmento de AIAF carece de liquidez, cruzando muy pocas operaciones(15). Y la opacidad de este mercado per-

---

su carta la CNMV o, aún mejor, "deuda perpetua ultra-subordinada", en "Preferred shares"», disponible en: <http://www.expansion.com/blogs/conthe/2009/02/11/preferred-shares.html>. Es *a posteriori*, cuando las entidades han comenzado a denominar «acciones preferentes» así en el Plan Estratégico 2012-2015 del Grupo Banco Financiero y de Ahorros (Bankia), de noviembre 2012, disponible en <http://www.rtve.es/contenidos/documentos/plan_estrategico_bankia.pdf>.

(13) Sí lo reconoce el artículo 79.bis.8 LMV que califica de instrumento simple a las acciones, y encuadra las participaciones preferentes entre los complejos.

(14) SEGURA, J., presidente de la CNMV, en su comparecencia parlamentaria, DOCD, núm. 283, de 26 de mayo de 2009, p. 22.

(15) Según dice la CNMV, en la Memoria 2011 sobre Atención de reclamaciones y consultas de los inversores, «las participaciones preferentes están admitidas a cotización en AIAF, Mercado de Renta Fija. Pero dada la escasa liquidez que con frecuencia presentan, es habitual que se designe un proveedor de liquidez, que actúa bajo determinadas circunstancias». Lo cierto es que el mercado secundario de preferentes era una ficción. Las entidades recolocaban los productos que un cliente quería vender en otro cliente a valor nominal. De este modo lo describe la CNMV en su Memoria: «Las características del mercado AIAF, donde cotizan, hacen que la ejecución de las órdenes no sea automática, sino que se requiere de la existencia de una contrapartida adecuada en el mercado. Es decir, el hecho de que una emisión esté admitida a cotización no implica que exista negociación». Y añade: «Teniendo en cuenta estas reglas de funcionamiento, cuando un titular de participaciones preferentes quería vender era frecuente que la entidad canalizara la operación de venta a otro cliente interesado de la misma entidad a su valor nominal, siempre que el valor nominal

Revista DBB 130.indb 245 26/09/13 10:38

mitía ocultar este problema. Con la creación de la plataforma SEND en 2011 se dota al mercado AIAF de transparencia y los inversores pueden acceder a las cotizaciones y conocer la falta de liquidez. Esta información sobre la falta de liquidez del producto contratado provoca la alarma generalizado de los inversores.[16]

D) No son preferentes

No es un producto que sea preferente, por ejemplo, por estar destinado a los mejores clientes. De hecho, es un producto que tiene una elevada subordinación. En caso de insolvencia del emisor cobran antes todos los acreedores, y la preferencia sólo lo sería en relación con los accionistas. Pero, en lo que aquí más importa, el término «preferentes» aplicado a las emisiones de participaciones preferentes de las cajas de ahorros resulta engañoso, pues indica una preferencia frente a unos accionistas que no existen. En las cajas los titulares de preferentes no son los penúltimos en cobrar en caso de insolvencia del emisor, son los últimos[17].

2.3. Origen y delimitación del problema

Una vez examinado el producto llegamos a la consideración de que estamos ante una actuación oportunista de las entidades, que, en su propio interés de fortalecer sus recursos propios, han distribuido entre la clientela de sus sucursales, bajo la denominación engañosa de «preferentes», este producto financiero sin informar de que no eran productos de renta fija, de que su rentabilidad no era atractiva y de que tenían problemas de liquidez.

Como hemos anticipado, según los propios supervisores, las participaciones preferentes son un producto inadecuado para los inversores minoristas. De tal modo que,

---

y el de mercado fueran iguales. Sin embargo, con motivo de la situación general del mercado, entre otras causas, algunas participaciones preferentes empezaron a tener un valor de mercado claramente por debajo del valor nominal. En este nuevo contexto, el case de operaciones a un valor diferente del de mercado entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad que presta el servicio de inversión, no se podía admitir, salvo que quedase acreditado que la transacción se realizaba a un precio próximo al valor razonable o de mercado, en caso de no existir contrato de liquidez o de que este se hubiese agotado. Es decir, las operaciones de case entre clientes no debían perjudicar a ninguno de los clientes afectados y, particularmente, ningún inversor minorista debía adquirir valores por encima de su precio de mercado o valor razonable. En un contexto bajista de mercado, ya no era posible venderlas de manera rápida y sin asumir pérdidas en el capital invertido».

(16) Ante este hecho, alguna asociación de consumidores ha calificado esta situación de «corralito español» (<http://laeconomiadelosconsumidores.adicae.net/?articulo=691>). Véase: LAMOTHE, Prosper y PÉREZ SOMALO, Miguel: «Las participaciones preferentes. La génesis del "corralito español"», *Estrategia Financiera*, núm. 303, marzo 2013, pp. 18-35.

(17) La preferencia se concretará exclusivamente en relación con los titulares de cuotas participativas, si éstas se han emitido. Hay que señalar que la única caja de ahorros que ha emitido cuotas participativas ha sido la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), cuya absorción por Banco Sabadell, ha propiciado canjes al margen del veto del Memorando.

Revista DBB 130.indb 246 26/09/13 10:38

siendo inadecuado, las entidades de crédito debían haberse abstenido de ofrecerlo a sus clientes minoristas.

En España el problema actual queda delimitado por las emisiones de participaciones preferentes realizadas por cajas de ahorros que han sido rescatadas con ayudas públicas. En todos estos casos estamos ante la colocación entre el público de valores propios, emitidos por la entidad comercializadora, con el consiguiente conflicto de interés. Con estas emisiones las cajas reforzaban sus recursos propios en un momento de crisis en el que las necesidades de capital eran acuciantes. Sin duda este hecho fue un elemento de presión relevante en la comercialización de estas emisiones, destacando las ventajas y ocultando los riesgos.

En un momento de aversión creciente al riesgo, tras la quiebra de Lehman Brothers, las entidades de crédito españolas, en particular las cajas de ahorro, procedieron a colocar en 2009 participaciones preferentes por un importe de 12.960 millones de euros, en su mayor parte entre inversores minoristas. Posiblemente estamos ante una omisión en el ejercicio de las potestades de control preventivo por parte de los supervisores financieros y un fallo del sistema de vigilancia. El Banco de España sabía que la captación de tal volumen de recursos propios mediante la colocación de participaciones preferentes en las sucursales de las entidades de crédito estaba comprometiendo la reputación de estas entidades frente a sus mejores clientes, aquellos que tenían imposiciones de cierto importe pues así lo había manifestado en sus propias publicaciones sobre estabilidad financiera. A su vez, la CNMV a través de las reclamaciones de los clientes o de sus propias inspecciones, era conocedora del descuido bancario en el cumplimiento de las normas de conducta. Tras la quiebra de Lehman Brothers la CNMV realizó una supervisión sobre la comercialización de productos emitidos por este banco, incluidas participaciones preferentes y pudo comprobar las deficiencias en el cumplimiento de las normas de conducta.

La CNMV reconoce que, en el mercado español, las entidades suelen prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversiones de forma conjunta con la actividad de comercialización que da lugar a la recepción y ejecución de órdenes[18]. La banca comercializa y vende instrumentos financieros, pero lo hace presentándose como asesores ante su clientela. De este modo capturan la confianza del cliente para poder venderle mejor todo tipo de productos financieros.

Desde el lado del ahorrador la búsqueda de una rentabilidad para los ahorros es un comportamiento racional. Dejarse llevar por quien se presenta como tu asesor financiero es una conducta diligente. Es el banco quien ha ofrecido el producto y se lo ha recomendado al cliente en una relación asesorada. Del mismo modo que no desconfiamos del médico, tampoco es lógico que desconfiemos de nuestro banco o caja

(18) Según la Comunicación de la CNMV de 7 de mayo de 2009: «la experiencia recabada por la CNMV desde la aplicación de la MiFID apunta a que la actividad de asesoramiento declarada y reconocida por las entidades pudiera ser inferior a la realmente existente. En efecto, las recomendaciones personalizadas para la adquisición de un determinado producto financiero sin ajustarse al marco legal previsto para las relaciones de asesoramiento, pudieran constituir una práctica frecuente en la relación con la clientela a través de la amplia red de oficinas de que disponen las entidades financieras».

Revista DBB 130.indb 247 26/09/13 10:38

de ahorros. Uno vela por nuestra salud, el otro guarda nuestro dinero. Pero es que, al margen de que nada puede reprocharse a un ahorrador por el mero hecho de buscar una colocación rentable a sus ahorros, lo cierto es que lo ofrecido por las entidades, en forma de participaciones preferentes no era un producto rentable, según el propio Banco de España. Luego en este caso no puede responsabilizarse al cliente por falta de diligencia atendiendo a que «*nadie da duros a peseta*», pues los duros prometidos eran moneda falsa.

Tampoco es un problema causado por la crisis económica pues la mayor parte de las preferentes que siguen sin ser cajeadas se colocaron tras la crisis de las hipotecas subprime del verano de 2007. Mediante este instrumento, la banca, conocedora de la situación de crisis, aumentaba su solvencia colocando al cliente un producto de alto riesgo. De hecho, el problema surge de la colocación indiscriminada de un producto complejo de alto riesgo entre clientela minorista, en un momento de crisis con necesidades de captación de recursos propios por parte de las entidades.

2.4. El sistema de comercialización de las participaciones preferentes

La comercialización de instrumentos financieros tiene lugar a través de las entidades de crédito que intermedian entre los emisores de los valores y los ahorradores. La intermediación es forzosa. Los clientes no pueden por sí mismos acceder al mercado para comprar el producto del fabricante. En el caso de las participaciones preferentes objeto de este artículo se da la circunstancia de que la entidad comercializadora es también la emisora del producto. De tal modo que el intermediario que ofrece el producto al cliente es, al mismo tiempo, el emisor que busca financiarse, lo que hace surgir un conflicto entre el cliente que desea adquirir un producto adecuado a sus objetivos y el banco colocador interesado en la captación de recursos que mejoran sus ratios de solvencia.

Las participaciones preferentes se vienen colocando entre los ahorradores españoles en las sucursales de las entidades de crédito desde 1998[(19)]. Primero fueron emitidas por filiales de las entidades de crédito radicadas fuera de España y, tras la reforma de su régimen legal de 2003, pasan a ser emitidas en España por las propias entidades[(20)].

La Ley 47/2007, de adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MIFID), concretó las obligaciones de perfilar al cliente ya recogidas en el Real Decreto 629/1993, clasificando las participaciones preferentes como instrumento complejo. Aunque la complejidad no significa necesariamente más riesgo, lo cierto es que la complejidad de un producto financiero afecta a la comprensión por parte del cliente de los riesgos financieros. Un producto es complejo cuando es difícil de entender por un inversor minorista.

---

(19) Véase LAMOTHE, P. y PÉREZ SOMALO, M., «Las participaciones preferentes.., cit. , pp. 21 y ss.

(20) Disposición adicional 3.ª Ley 19/2003, de 4 de julio, de régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior.

Revista DBB 130.indb 248 26/09/13 10:38

Las malas prácticas de las entidades en la comercialización de participaciones preferentes han sido reconocidas por la CNMV. Las consultas recibidas de los clientes ponen de manifiesto «un desconocimiento de la naturaleza, las características y los riesgos del producto y con frecuencia una falta de adecuación de este a su perfil inversor»(21). Según la CNMV, los clientes que reclaman ante este organismo señalan «que se habían decidido a comprar estos productos porque les habían sido ofrecidos por las entidades como productos sin riesgo, similares a depósitos a largo plazo o a un bono con cupón trimestral o semestral», sin que en muchos casos las entidades hayan podido acreditar «haber facilitado a su cliente información escrita sobre todas las características y riesgos de las participaciones preferentes, de forma previa a su contratación». Además, muchas reclamaciones han «puesto de manifiesto fallos en la adecuación del producto para los inversores que los compraron», sin que la entidad reclamada haya acreditado «que contara con la suficiente información para evaluar la conveniencia o, en su caso, la idoneidad del producto».

Desde hace años estas malas prácticas financieras se manifiestan en los centenares de reclamaciones recibidas por los supervisores(22). A su vez, diversas iniciativas parlamentarias ponen de relieve que estamos ante un problema social provocado por la incorrecta comercialización de un producto financiero que requiere una solución política(23).

2.5. Actuación de los supervisores

Ante un problema tan evidente, la CNMV se ha limitado a comunicar a las asociaciones de entidades financieras y al mercado algunas de las buenas prácticas que deben acompañar la colocación de participaciones preferentes entre inversores minoristas(24). Estas comunicaciones han resultado ser ineficaces desde la perspectiva de la protección del inversor minorista. Están escritas con un lenguaje técnico y su difusión

---

(21) Memoria 2011 de la CNMV, sobre Atención de reclamaciones y consultas de los inversores, p. 28.

(22) Desde enero de 2007 hasta diciembre de 2011, el Departamento de reclamaciones de la CNMV recibió 485 reclamaciones por la comercialización de participaciones preferentes, número que ha ido creciendo año a año, desde las 19 recibidas en 2007, hasta las 209 recibidas en 2011 (CNMV, *Informe sobre Participaciones Preferentes*, 23 de marzo de 2012, p. 10).

(23) Véanse las proposiciones no de Ley presentadas por el Grupo Parlamentario de Izquierda Plural sobre participaciones preferentes (BOCD, serie D, núm. 31, de 7 de febrero de 2012, pp. 11-14), para crear una subcomisión para estudiar la venta de productos complejos y de riesgo a minoristas (de 27 de enero de 2012), y para que la CNMV revise el proceso de comercialización de las participaciones preferentes (de 31 de enero de 2012); la Proposición no de Ley del Grupo Parlamentario socialista para excluir del reparto de la carga financiera del rescate a los titulares de participaciones preferentes, encargando a la CNMV la revisión individual de su comercialización, de 30 de noviembre de 2012.

(24) En 2005 remitió una carta a las asociaciones de entidades financieras recomendando destinar el 10% de la emisión al tramo institucional. De este modo se protegía el precio pagado por los minoristas al tener una referencia. En esta misma línea, comunica al mercado el 17 de febrero de 2009, que las emisiones destinadas a minoristas vayan acompañadas de una valoración de experto independiente. A su vez, el 7 de mayo de 2009, comunica las condiciones informativas en que deben comercializarse las partici-

Revista DBB 130.indb 249 26/09/13 10:38

es limitada. En octubre de 2006, la CNMV publicó una Guía sobre los productos de renta fija, en la que, para confusión de los inversores, incluía las participaciones preferentes entre los productos de renta fija, aunque concluyendo que: «Sin duda no es un producto de renta fija tradicional»(25).

La propia CNMV ha valorado su actuación, poniendo énfasis en la supervisión de la comercialización de la mayor parte de las emisiones de preferentes de los últimos años concluyendo que: «por lo que se refiere a los procedimientos de información a los clientes, la comercialización realizada se ajustó con carácter general a la normativa vigente»(26). Pero los hechos indican que la CNMV no ha hecho todo lo que ha podido. Ha recordado a las asociaciones de banqueros las buenas prácticas y ha abierto expedientes a varias entidades financieras por mala comercialización de participaciones preferentes, pero, junto a estas actuaciones, podía haber prohibido la colocación de participaciones preferentes entre inversores minoristas del mismo modo que ha prohibido las ventas en corto de las acciones de los bancos(27).

2.6. Memorando de la Comisión Europea

La Comisión Europea, a través del Memorando de 20 de julio de 2012, clarifica, en defensa del contribuyente, que los accionistas y tenedores de participaciones preferentes deben ser los primeros en asumir las pérdidas ocasionadas por la insolvencia de algunos bancos. Con esta condicionalidad se limitan las medidas que pueden adoptarse con el fin de reparar a los titulares de participaciones preferentes, al menos de aquellas que podrían ser financiadas con las ayudas europeas.

Otros contenidos de interés del Memorando son los siguientes: «Los bancos y sus accionistas deberán sufrir pérdidas antes de que se aprueben medidas de ayuda estatal, y garantizar la absorción de las pérdidas de los instrumentos de capital y de los instrumentos híbridos de capital, en la mayor medida posible»(28).

Y añade un apartado dedicado al «Reparto de la carga», según el cual: «Se adoptarán medidas a fin de aligerar la carga para el contribuyente de la reestructuración

---

paciones preferentes, en particular de las emitidas por el propio comercializador. El 17 de mayo de 2010, recuerda de la necesaria gestión de los conflictos de interés en los cases de órdenes.

(25) Guía sobre los productos de renta fija de la CNMV, de 2006, disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_rentafija.pdf>. En las contestaciones a la demandas de los inversores alegando mala praxis al haber vendido las participaciones preferentes como si fuera un producto de «renta fija», la banca suele hacer referencia a esta guía como argumento para eximirse de responsabilidad al haber seguido el criterio del supervisor.

(26) CNMV, *Informe sobre Participaciones Preferentes*, de 23 de marzo de 2012.

(27) Al amparo del artículo 85.2.j) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según el cual la CNMV puede «acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que la personas físicas o jurídicas puedan hacer en el mercado de valores».

(28) Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012, BOE núm. 296, lunes 10 de diciembre de 2012, p. 84557.

Revista DBB 130.indb 250 26/09/13 10:38

bancaria. Tras asignar pérdidas a los accionistas, las autoridades españolas exigirán la aplicación de medidas para repartir la carga entre los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada de los bancos que reciban ayuda pública, mediante la introducción de ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de responsabilidad subordinada. Los bancos que no precisen ayuda estatal estarán exentos de cualquier ejercicio obligatorio de esta naturaleza. El Banco de España, en coordinación con la Comisión Europea y con la ABE, supervisará todas las operaciones de conversión de instrumentos híbridos y subordinados en deuda preferente o en recursos propios»[(29)].

El Gobierno debe informar mensualmente a la Comisión Europea de las obligaciones subordinadas y participaciones preferentes en circulación, especificando los importes colocados entre clientes minoristas y los plazos de amortización.[(30)] Sin embargo estos datos no se han hecho públicos. Hay que acercarse a los informes de la CNMV para cuantificar el problema: «De los 22.374 millones de euros de participaciones preferentes emitidas por entidades financieras en manos de inversores minoristas, aproximadamente, quedarían aún sin ofertas de canje un saldo vivo de unos 8.500 millones»[(31)].

3. EL MARCO LEGAL

En este apartado nos ocupamos del régimen jurídico aplicable a la comercialización de las participaciones preferentes, con referencias al Derecho comunitario, como premisa necesaria para plantear una mejora del sistema de protección del ahorrador. Vamos a exponer los rasgos más relevantes del marco legal con el exclusivo fin de identificar sus lagunas y debilidades[(32)].

El marco legal se basa en la transparencia y en la adecuación del producto al perfil del cliente. De haberse aplicado el marco legal se habría evitado la comercialización indiscriminada de las participaciones preferentes en las sucursales de las entidades de crédito por ser un producto inadecuado para los inversores minoristas, según criterio del Banco de España y la CNMV.

Frente a lo que se suele afirmar, la obligación de adecuar el producto al perfil del cliente no surge con la transposición en 2007 de la Directiva de la Unión Europea de mercados de instrumentos financieros, más conocida por sus siglas en inglés MIFID.

---

(29) Memorando…, *cit.,* p. 84557. La ABE es la Autoridad Bancaria Europea.

(30) Memorando…, *cit.,* p. 84563.

(31) Boletín de la CNMV, trimestre I, 2012, p. 30.

(32) Sobre la regulación financiera hay una abundante bibliografía. Por todos: *Derecho bancario y bursátil*, dirigido por ZUNZUNEGUI, F., 2.ª ed., Madrid, 2012 y ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, 3.ª ed., Madrid, 2005. Y, en particular, en relación con la comercialización de participaciones preferentes: FERNANDO VILLALVA, M.ª L., «Las participaciones preferentes: regulación, caracteres y protección de los clientes bancarios», en AA.VV., *Participaciones preferentes: ¿se puede recuperar el dinero invertido?*, Cizur Menor (Navarra), 2012, pp. 32 y ss.; ALONSO ESPINOSA, Francisco José: «Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito», Diario La Ley, núm. 7875, 2012.

Revista DBB 130.indb 251 26/09/13 10:38

La obligación de las entidades de adecuar el producto al perfil del cliente surge con el Código general de conducta del mercado de valores de 1993. La MIFID desarrolla esa obligación, ya existente en Derecho español, obligando a las entidades a pasar a los clientes determinados cuestionarios (los famosos test MIFID).

Por otro lado, conviene señalar que, como reflejan muchos de los folletos de preferentes extranjeras, por ejemplo preferentes de Bank of Ireland, en países como Italia o Francia sólo estaban destinados a inversores profesionales («*operatori qualificati*» o «*investisseurs qualifiés*»)(33). Sin embargo la CNMV, permitió la colación indiscriminada de las participaciones preferentes en las sucursales de las entidades de crédito. En suma, en España tenemos un buen marco legal, pero ha faltado su aplicación efectiva(34). Puede ser mejorado, pero de haberse cumplido se habría evitado el problema.

La reforma aprobada por la Ley 9/2012(35) tiene un alcance limitado. Obliga al intermediario a destacar las diferencias con los depósitos bancarios y a incluir en la antefirma de la orden de compra la manifestación manuscrita de no conveniencia, cuando ese sea el resultado del test(36).

La Comisión Europea ha elaborado una propuesta de reglamento sobre información al inversor en la comercialización de productos de inversión, que incluye medidas sobre el asesoramiento y el proceso de venta, en muchos casos determinante para la elección del inversor(37). Según esta propuesta los productos de inversión deben ir acompañados de un documento de datos fundamentales del fabricante cuando se vendan a inversores minoristas. Debe ser un documento breve, sin tecnicismos.

---

(33) Cuyos folletos están disponibles en: <http://www.bankofireland.com>.

(34) We had good 'law on the books', but poor 'law in action', en la terminología de PERRONE, A. y VALENTE, S., «Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts», *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 01, March 2012, p. 32.

(35) Se modifican los apartados 3, 6 y 7 del artículo 79 bis de la Ley del Mercado de Valores, por la disposición final 3.5 y 6 de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre. Esta disposición también modifica la LMV para elevar los umbrales en los que una oferta de valores se considera privada, y, por lo tanto, exenta de registrar y publicar un folleto.

(36) Esto último atendiendo a la sugerencia realizada por el Defensor del Pueblo. Véase la nota de prensa del Defensor del Pueblo de 20 de junio de 2012, según la cual: «Con esta propuesta, la Defensora pretende que cualquier inversor, con independencia de su formación, disponga en el momento de la firma de la ficha informativa del producto y el contrato tipo predispuesto por la CNMV, en el que justo encima del lugar reservado a la firma del cliente, se recogiera el aviso de riesgo sobre la peligrosidad del producto».

(37) Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión (COM (2012) 352 2012/0169/COD). Esta propuesta de Reglamento se aplica a todos los productos que se pueden ofrecer como alternativa a los depósitos a plazo, incluidas las participaciones preferentes, obligaciones subordinadas y los denominados depósitos estructurados. No se aplica a los depósitos, seguros y fondos de pensiones. La propuesta recoge un documento con los datos esenciales a elaborar por el fabricante del producto, en un formato estándar similar al que ya existe para los fondos de inversión. Debe ser un documento breve, sin jergas ni tecnicismos. La responsabilidad recae sobre el fabricante y sobre él recae, ante una reclamación de un inversor, la carga de la prueba de haber elaborado un documento de datos esenciales y haberlo puesto a disposición de los inversores. Es el documento esencial para que el inversor sepa lo que compra. El folleto de la emisión y el tríptico cumplen una función complementaria, de transparencia del mercado.

Revista DBB 130.indb 252 26/09/13 10:38

A su vez, la Comisión Europea plantea dos vías de actuación en la revisión de la MIFID. Regular la venta y el asesoramiento a través de la reforma de la Directiva (MIFID II), de un lado. Y regular los productos y la información sobre el producto a través de un reglamento (MIFIR), con la novedad de que por vez primera se dota a los supervisores de la capacidad para prohibir o limitar la comercialización de productos financieros.

Desde esta misma perspectiva la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) mantiene nueve principios para fortalecer la protección del inversor en la distribución de productos complejos(38).

4. MEDIDAS PREVENTIVAS

Este epígrafe se dedica a las medidas preventivas para una mejora de la protección del ahorrador en la comercialización de participaciones preferentes con el fin de evitar nuevos episodios de oportunismo por parte de las entidades financieras. Con carácter previo examinamos las experiencias de otros países y las limitaciones que impone el Memorando de la Comisión Europea, como premisas a tener en cuenta para las medidas que se van a proponer. Las medidas tienen que ser justas y equilibradas pero también eficaces, es decir, que se puedan poner en práctica con los resultados esperados.

4.1. Análisis de las propuestas de otros países

Antes de hacer propuestas conviene examinar cómo han abordado en otros países casos concretos de comercialización inadecuada de productos complejos entre clientela minorista.

A) Hacia la protección del consumidor financiero en el Reino Unido

En el Reino Unido la autoridad de los mercados financieros (FSA), ha publicado sus propuestas de protección al inversor cambiando su enfoque hacia una mayor intervención, con la posibilidad de prohibir la venta de determinados productos a determinados segmentos de la clientela(39). Del enfoque del control de los puntos venta para

(38) IOSCO: *Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*, febrero, 2012, que recoge los siguientes principios: «1) Legal, Regulatory and Supervisory Framework; 2) Role of Oversight Bodies; 3) Equitable and Fair Treatment of Consumers; 4) Disclosure and Transparency; 5) Financial Education and Awareness; 6) Responsible Business Conduct of Financial Services Providers and Authorised Agents; 7) Protection of Consumer Assets against Fraud and Misuse; 8) Protection of Consumer Data and Privacy; 9) Complaints Handling and Redress; y 10) Competition».

(39) FSA, *Product Intervention*, DP11/1, enero 2011, cuyo objetivo es: «the development of the regulatory philosophy of the new conduct regulator and responds to the government's call for a frank and open debate about achieving the appropriate balance between the regulation and supervision of firms, consumer responsibilities, consumer financial capability and the role of the state», p. 10.

Revista DBB 130.indb 253 26/09/13 10:38

evitar ventas inadecuadas, se ha pasado a una anticipación del control que afecta a la fase de diseño del producto con el objetivo de que los nuevos productos satisfagan las necesidades de los inversores. Este cambio de criterio se justifica por diversos episodios de oportunismo de las entidades que han provocado importantes pérdidas a los inversores(40).

Se ha creado una nueva autoridad para proteger a los consumidores, denominada *Consumer Protection and Markets Authority* (CPMA), que aplica un enfoque más intervencionista y preventivo. Bajo esta nueva filosofía se admite la reducción de los productos ofrecidos a los clientes con el fin de reducir la probabilidad de ventas abusivas. No se trata de reducir a cero la posibilidad de abusos, sino de reducir los episodios que afectan a un gran número de clientes y si es posible evitarlos.

Lo más crítico es cómo lograr el equilibrio adecuado entre la protección del consumidor, por un lado, y mantener la capacidad de elección del consumidor y la innovación en los productos financieros, de otro lado. Según la FSA, no se puede sacrificar a la mayoría de los consumidores, asumiendo el riesgo de una venta abusiva de un producto complejo, por las ventajas que podrían llegar a obtener unos pocos de ser libre su comercialización.

En el Reino Unido la reforma de la legislación financiera también ha sido objeto de un informe parlamentario en el que se contienen abundantes referencias al consumidor financiero(41). Según este informe el principio de la responsabilidad del consumidor debe ser completado con una clarificación legal de la responsabilidad del intermediario quien siempre debe actuar en interés del cliente, ofreciendo un oportuno asesoramiento. Esto es importante porque el mero suministro de información no mejora de forma sustancial la capacidad de los consumidores para la adopción de decisiones con conocimiento de causa.

B) La moratoria belga

En Bélgica tradicionalmente la protección al consumidor se ha focalizado, como en el resto de la Unión Europea, en la comunicación de información financiera. Sin embargo según el supervisor belga (FSMA) no se puede partir del principio de que los consumidores disponen de conocimientos y aptitudes para comprender la información financiera y que están dispuestos a consultar la información disponible. Por esta razón considera que resulta necesario intervenir en el proceso de creación de productos financieros, de forma que se pueda asegurar que los nuevos productos respondan a las necesidades de los clientes antes de que sean comercializados. Este enfoque ha servido

(40) Por ejemplo, cerca de 450,000 SCARPs (una especie de contratos financieros atípicos) fueron vendidos entre abril de 1997 y febrero de 2004, dando lugar, tras las investigaciones de la FSA, a indemnizaciones a los clientes por importe de 159 millones de libras, *ob. cit.,* Anexo 3, p. 2.

(41) House of Lords House of Commons/Joint Committee on the draft Financial Services Bill, *Draft Financial Services Bill, Session 2010-12, Report, together with formal minutes and appendices, Ordered by the House of Lords and the House of Commons*, de 13 de diciembre de 2011.

Revista DBB 130.indb 254 26/09/13 10:38

de justificación para proponer al sector una moratoria en la comercialización de productos complejos. Se trata de una moratoria de aceptación voluntaria por las entidades, que se aplica desde agosto de 2011. La FSMA vigila el cumplimiento de esta moratoria y ha comprobado que el lanzamiento de productos estructurados ha disminuido en el mercado belga.

C) La respuesta italiana

Italia es junto a España el mercado con más casos de comercialización inadecuada de productos financieros(42). Para resolver este problema, la autoridad del mercado de valores (CONSOB) aprobó una comunicación, de 2 de marzo de 2009, sobre la corrección y transparencia de los intermediarios en la distribución de productos financieros ilíquidos(43). En esta comunicación se reconoce que la actividad del intermediario se configura como un servicio en interés del cliente, perdiendo la connotación de mera actividad de venta.

D) Lecciones del caso Lehman Brothers en Hong Kong

En Hong Kong, la comercialización inapropiada de productos complejos emitidos por Lehman Brothers entre ahorradores ha sido objeto de una comisión parlamentaria de investigación, cuyo informe puede resultarnos de gran utilidad(44). Según las conclusiones de este informe, constituir un depósito o realizar una inversión requiere una distinta actitud desde la perspectiva del cliente. Sin embargo, el estudio demostró que muchos clientes no eran conscientes de que estaban invirtiendo, pues no distinguían entre un servicio bancario y uno de inversión. De hecho, les fueron colocados

(42) Según detallan PERRONE, A. y VALENTE, S., en «Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts», *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 01, March 2012, pp. 35-36: «At the beginning of the new century, a very large number of investors, mostly retail, were affected by several financial debacles. It all began with the Republic of Argentina's bond default in December 2001. This involved about 430,000 investors and the total amount of defaulted bonds may have reached about 12.8 billion euros. The default of Cirio, a renowned food company, followed in November 2002. Approximately 35,000 investors were affected, for a total amount of defaulted bonds of 1.125 billion euros. The scandal connected to the financial product 'My Way-For You' and the spectacular default of Parmalat were next, in March and December 2003 respectively. The former cost about 100,000 investors 1.35 billion euros; the latter affected 85,000 investors and involved defaulted bonds worth approximately 2 billion euros».

(43) Comunicazione núm. 9019104, de 2 de marzo de 2009, *Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e Trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*.

(44) Report of the Subcommittee to Study Issues Arising from Lehman Brothers-related Minibonds and Structured Financial Products, según el cual: «The Subcommittee considers that individual investors' lack of bargaining power and access to information had placed them in a disadvantaged position when negotiating with individual RIs to settle their cases. The recourse to legal action might not be a practicable option due to the time and costs incurred. There is thus a strong need to put in place a simple, speedy and affordable mechanism for resolving disputes between the aggrieved investors and the financial institutions».

Revista DBB 130.indb 255 26/09/13 10:38

productos estructurados cuando su intención original era constituir o renovar un depósito con el banco. Según el informe, el caso Lehman Brothers ha servido para demostrar que el régimen de transparencia a través de normas de conducta ha fallado al no haber ofrecido una protección suficiente al inversor, por diversas razones, entre las que destacan la siguientes: a) La profusa información financiera no resulta útil para que los inversores puedan adoptar decisiones con conocimiento de causa; b) El gran número de reclamaciones indica que las entidades financieras no han cumplido con sus obligaciones de proteger al cliente; c) Las normas de conducta de los intermediarios se deben completar con prohibiciones de comercialización de ciertos productos a determinadas categorías de inversores; d) la educación financiera no ofrece los resultados esperados, y hay que reconocer que el mensaje clave de «no invertir en lo que no se entiende» no parece haber llegado al público inversor. Tras estas consideraciones, el informe deja abierta la posibilidad de que ciertos productos sólo puedan ser comercializados entre determinadas categorías de inversores.

E) Lecciones del carácter previsor de los canadienses

El sistema bancario canadiense es uno de los que ha resultado más inmune a la crisis financiera. A esta estabilidad puede haber contribuido la revisión del sistema que se realizó en mayo de 2006, muy orientada a la protección del cliente. Según uno de los estudios incluidos en esa revisión del sistema, las autoridades financieras deben reconocer las limitaciones de los inversores minoristas que se ven afectados por exceso de confianza y credulidad en sus relaciones con las entidades financieras, lo que les lleva a la toma inadecuada de riesgos y a la falta de diversificación de sus inversiones[45]. No debe sorprendernos, dada su falta de criterio y de conocimientos, que los inversores minoristas confíen de forma ciega en los consejos de los intermediarios. El problema es que pueden llegar a ser demasiado confiados y que esta confianza ciega no sea siempre bien correspondida. El hecho es que pocos inversores cuestionan la cualificación de los empleados de banca y que pocos entienden los conflictos de interés que derivan de los incentivos que se reparten por la venta de los productos. Tal vez, dicen esos autores, habría que pasar del «conoce a tu cliente» al «conoce a tu asesor». Por estas razones, los reguladores deben poner especial atención en las prácticas comerciales de los intermediarios.

4.2. Arquitectura Institucional

Las autoridades del mercado financiero tienden a mirar hacia los problemas sistémicos, y las autoridades de protección de los consumidores a menudo piensan que los servicios financieros son un área para los especialistas de las autoridades financieras. El resultado es que nadie se ocupa del consumidor financiero como se deduce del re-

(45) DEAVES, R.; DINE, C. y HORTON, W., «How Are Investment Decisions Made?», Canadá, mayo 2006.

Revista DBB 130.indb 256 26/09/13 10:38

sultado de diversas encuestas[46]. Para superar este problema, el marco institucional de protección al inversor también está cambiando. Surgen autoridades especializadas en la protección del consumidor financiero[47].

En España se anunció un acuerdo de reforma de la supervisión financiera con dos autoridades (*Twin Peaks*)[48]. Según este modelo, el Banco de España pasaría a ser la autoridad prudencial encargada de velar por la solvencia de todas las entidades financieras y la CNMV quedaría encargada de la aplicación de las normas de conducta de las entidades frente a la clientela. Conviene señalar que durante unos años quedó configurada una institución que habría servido para proteger al cliente de la conducta oportunista de los bancos. Nos estamos refiriendo a los Comisionados, que nunca fueron nombrados pese a las reiteradas solicitudes realizadas por el Defensor del Pueblo[49].

En la situación actual, con un grave deterioro de la confianza de los ahorradores en las entidades financieras y en los supervisores, consideramos que debería crearse un organismo similar al que existe en otros países, partiendo del modelo recogido en los comisionados, para proteger de modo específico al consumidor financiero, con capacidad para resolver sus reclamaciones[50].

4.3. Premisas para una mejor regulación

El ambiente político es favorable a la protección del consumidor financiero, sobre todo tras los rescates bancarios[51]. En este marco, la protección del consumidor finan-

---

(46) MINOR, J., «Consumer Protection in the EU: Searching for the Real Consumer», *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, junio 2012, pp. 163-168.

(47) Consumer Financial Protection Bureau (US), Financial Conduct Authority (UK).

(48) GIL, G. y SEGURA, J., «La supervisión financiera: situación actual y temas para debate», *Estabilidad Financiera*, núm. 12, mayo 2007, pp. 10-40.

(49) Los comisionados fueron creados por la Ley Financiera de 2002 cuyo reglamento fue aprobado por decreto de 20 de febrero de 2004. Según esta normativa existen tres comisionados: el Comisionado para la defensa de los servicios bancarios, el Comisionado para la defensa del inversor y el Comisionado para la defensa del asegurado y del partícipe en planes de pensiones. Para ser nombrado comisionado se requiere contar con reconocido prestigio en el ámbito financiero con diez años de experiencia profesional. Su mandato tiene una duración de cinco años y no es renovable. Una vez nombrados quedan adscritos a cada uno de los supervisores financieros, quienes deben darles el soporte técnico y administrativo para el cumplimiento de sus funciones. Gozan de autonomía para fijar los criterios y directrices aplicables al ejercicio de sus funciones, actuando con independencia frente al supervisor al que quedan adscritos.

(50) La Comisión de Seguimiento prevista en el acuerdo del Partido Popular y Partido Socialista Obrero Español, de 29 de enero de 2013, parece más un órgano *ad hoc* para tratar de resolver el problema de las participaciones preferentes que un organismo estable de protección del consumidor financiero. Lo que confirma el Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero, que crea la denominada "Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada", donde se prevé que "se extinguirá transcurridos dos años desde su constitución".

(51) A esta situación responden medidas más controvertidas como los impuestos a las transacciones financieras, la denominada Tasa Tobin, por ser el Premio Nobel que inicialmente la propuso.

Revista DBB 130.indb 257 26/09/13 10:38

ciero se presenta como algo necesario, objetivo compartido, incluso, por la industria financiera. Del mismo modo que existen unas medidas tempranas para ayudar a los bancos en dificultades, desde el lado del consumidor se plantea el establecimiento de sistemas de alerta temprana de los abusos bancarios(52).

La gestión de la crisis financiera que comienza en el verano de 2007 ha pasado por dos fases. La primera preocupada por la solvencia de las entidades y el riesgo del conjunto del sistema, cuyas bases se sientan en la reunión del G-20 en Washington en noviembre de 2008. La segunda fase, en la que nos encontramos, más centrada en la protección del consumidor financiero, para restaurar su confianza. De la revisión de las normas de solvencia de los bancos se ha pasado a una reconsideración de las normas de protección de la clientela. La normativa anterior a la crisis se orientaba a fortalecer la transparencia para hacer responsable al inversor de sus decisiones financieras evitando establecer límites a la libertad de contratación. Se alertaba entonces de los peligros de la intervención sobre los productos al limitar la innovación financiera y la capacidad de elección de los consumidores. Había que evitar la sobrerregulación. Sin embargo, de la crisis está surgiendo una normativa más intervencionista, protectora del consumidor de productos financieros.

La industria y la CNMV coinciden en que la transparencia aporta una solución adecuada. Consideran que el modelo de Documento de información esencial elaborado por la Comisión Europea para la comercialización de fondos de inversión(53) garantiza una información útil para el inversor. Hay coincidencia en que lo relevante no es la cantidad de información, sino la claridad del mensaje. No hay que confundir transparencia con mucha información.

Pero la transparencia, aun mejorada a través de la sencillez, resulta insuficiente. Se debe limitar la complejidad de los productos ofrecidos a los clientes minoristas. Un producto muy complejo, como una participación preferente, jamás podrá ser comprendido por un inversor minorista en todas sus implicaciones, y por esta razón siempre resultará inadecuado ofrecerlo a este tipo de clientela. La comprensión de la información juega un papel muy importante. Por otro lado, la debilidad en la cadena de distribución financiera se debe compensar en la fase de la creación del producto, mediante un diseño más simple de los productos.

Diversos estudios señalan que los bancos actúan en muchos casos de forma oportunista al comercializar productos financieros, y estas conductas causan daño a los inversores y comprometen el buen funcionamiento del sistema financiero. Luego, cabe concluir que existe un impacto económico como consecuencia de la pérdida de confianza de los inversores. Además, hay que tener en cuenta que en un momento de retirada de muchas de las prestaciones del Estado de Bienestar, la protección del ahorro a largo plazo con destino a la jubilación, es una cuestión de interés general.

---

(52) Enfoque de AMF, The AMF's New Strategy Proposals (2010), basado en el Informe Delétré de 2009, y de FSA. Véase MOLONEY, N., «The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?», *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, junio 2012, p. 186, nota 89.

(53) Key Investor Information Document (KIID).

Revista DBB 130.indb 258 26/09/13 10:38

4.4. Relación de medidas preventivas

Una vez analizado el problema de la comercialización inadecuada de productos financieros entre la clientela minorista, el marco legal aplicable y las premisas para mejorar la regulación, incluyendo las consideraciones que surgen de los informes realizados en otros países, es el momento de plantearnos qué podemos hacer en España para mejorar la comercialización de productos complejos o de riesgo entre clientes minoristas.

A continuación enumeramos estas medidas, que van desde la propuesta de reforzar la transparencia hasta la prohibición de comercialización de los productos más complejos y arriesgados.

A) Prohibición de oferta de productos inadecuados

La banca debe abstenerse de ofrecer a los clientes productos financieros no adecuados a sus necesidades[54]. Esta norma ya existe pero no se cumple. Habrá que reforzar el control, si es necesario agravando las sanciones. La CNMV debería proponer al sector una moratoria en la comercialización de productos complejos de alto riesgo en las sucursales de las entidades de crédito, hasta que se apruebe una reforma legal que garantice la adecuada protección del consumidor financiero.

B) Reforzar la transparencia

La transparencia y la claridad son esenciales para que el inversor pueda tomar decisiones con conocimiento de causa y para poder comparar entre distintos productos y poder elegir el más adecuado al perfil y objetivos del inversor. Pero la transparencia debe comprender no solo la información de los riesgos sino también la información sobre los gastos, costes y comisiones cobrados o repercutidos por el intermediario. Además, se debe informar del rendimiento esperado, con diversos escenarios[55].

C) Control en el diseño para logar productos más simples

La transparencia sigue siendo un arma importante. Si bien la transparencia debe completarse con la intervención en el diseño y en la comercialización de los productos. Debe implantarse un proceso de validación y etiquetado de productos (similar a los

(54) Esto ya ocurre con el crédito al consumo que debe ser responsable quedando condicionada la concesión de crédito a la previa evaluación positiva de la solvencia del cliente (Art. 18 Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios). Véase, MARTÍNEZ ESPÍN, P., «Nuevo régimen de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios (Análisis de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios)», disponible en <www.uclm.es/centro/cesco>.

(55) No basta el *Syntethic Risk and Reward Indicator* (SRRI) que usa la industria.

Revista DBB 130.indb 259 26/09/13 10:38

medicamentos y productos alimenticios)[56]. Para ser aprobado el nuevo producto debe satisfacer las necesidades de los inversores. Los productos estructurados cada vez más complejos han sido criticados por trasladar al cliente riesgos y carecer de utilidad para satisfacer sus necesidades. Para evitar este problema debe existir un proceso de validación interna que examine las necesidades de los clientes, la información del producto, el grupo al que se destina, los canales de distribución, los soportes publicitarios y la información a suministrar para un correcto seguimiento del producto una vez vendido.

D) Etiquetado de los productos financieros

La protección del consumidor financiero se vería reforzada con un correcto etiquetado de los productos, que permita al cliente seleccionar los adecuados a sus necesidades y descartar los no adecuados. Además, el etiquetado permite comparar entre distintos proveedores con lo que esta comparación supone para la libre competencia. En este sentido, como decía la nota de prensa del Defensor del Pueblo de 20 de junio de 2012, «un sistema efectivo podría ser, por ejemplo, un código de colores sencillo e intuitivo, como los que utilizan los semáforos, en el que el verde indicara un riesgo bajo, el amarillo un riesgo medio y el rojo un riesgo alto». Es una propuesta defendida por la doctrina[57], que ha sido incluida en el manual de procedimientos de alguna entidad financiera[58]. En la Unión Europea, ya aplican esta fórmula Portugal y Dinamar-

(56) Propuesta del Parlamento Belga, en Doc. parl. Chambre 2008-2009, Doc 52 1643/002, p. 549, donde se recoge la siguiente recomendación: «La commission propose de renforcer la traçabilité des instruments financiers, à l'instar de ce qui se fait *mutatis mutandis* pour les produits pharmaceutiques (Agence de médicaments) et les denrées alimentaires (Agence fédérale pour la sécurité de la chaîne alimentaire). Ceci s'appliquerait aussi bien au niveau des produits détenus par les institutions qu'aux produits proposés à leur clientèle». En esta misma línea el Parlamento Europeo considera necesario que el diseño de los productos de inversión, incluidos los depósitos estructurados, responda a las necesidades y características de los destinatarios, adoptándose medidas para garantizar que el producto se comercialice en el grupo destinatario, correspondiendo al fabricante evaluar si el producto ha respondido a su diseño y determinar si el mercado de destino sigue siendo adecuado (Enmienda aprobada por el Parlamento Europeo, el 26 de octubre de 2012, por la que se añade un apartado 51 bis a la Exposición de Motivos de la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (versión refundida) [COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD)].

(57) «Ante la creciente complejidad de los instrumentos financieros sería aconsejable distinguirlos por categorías. Por ejemplo, se podrían distinguir en tres categorías según su mayor o menor complejidad y riesgo. La categoría roja de instrumentos financieros de alto riesgo y gran complejidad cuya distribución quede prohibida a los inversores no profesionales. La categoría amarilla de instrumentos de riesgo medio y de cierta complejidad que podrán ser vendidos a los inversores no profesionales siempre que les sea recomendado por un asesor independiente, a modo de receta del médico de cabecera. Y por fin, la categoría verde de los instrumentos más simples y de menor riesgo que podrán ser directamente comercializados entre los inversores no profesionales» (ZUNZUNEGUI, F., «Hacia un estatuto del inversor», *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Working Paper 1/2006, diciembre de 2006, p. 14, nota 30; publicado también en *Anuario Euro-Peruano del Derecho del Comercio*, núm. 2/3, Perú, 2007, pp. 21-52).

(58) Manual de Procedimientos del Grupo Santander para la comercialización minorista de productos de inversión, de 5 de marzo de 2004.

Revista DBB 130.indb 260 26/09/13 10:38

ca[59]. Conviene señalar, frente a las reticencias de la industria y de algún supervisor, que es preferible la simplicidad del semáforo que otras clasificaciones más sofisticadas sólo comprensibles por los profesionales.

E) Prohibición de productos complejos de alto riesgo

La cuestión debatida es si debe permitirse que se ofrezcan a los clientes minoristas productos complejos de alto riesgo considerando que la transparencia informativa es una herramienta adecuada para mitigar el riesgo de perjudicarles. Tras la experiencia vivida y los estudios realizados en otros países entendemos que hay que superar el mito de la libre elección del inversor y de su autonomía como sujeto responsable de sus decisiones. Ciertos productos no deben ser distribuidos entre los consumidores, para evitar de este modo que les causen daño. La tendencia es hacia una tolerancia cero hacia conductas de los intermediarios que puedan dar lugar a perjuicios no informados a los consumidores. En esta línea se sitúan los planteamientos del Reino Unido, donde la FSA ha cambiado radicalmente su estrategia en la protección al cliente. Este cambio, hacia la intervención en los productos en protección del consumidor, está marcando la agenda europea. En España, ya han existido iniciativas parlamentarias en esa dirección[60].

La regulación financiera tiende hacia una mayor sensibilidad hacia el inversor minorista como consumidor vulnerable de productos financieros potencialmente tóxicos[61]. La sociedad en su conjunto se beneficia cuando los inversores toman decisiones fundadas con conocimiento de causa. Con decisiones más prudentes los ciudadanos se preparan mejor para su jubilación y tienen menor necesidad de recurrir a la red de seguridad del Estado del Bienestar.

---

(59) *Regulamento da CMVM núm. 2/2012, Deveres Informativos Relativos a Produtos Financeiros Complexos e Comercialização de Operações e Seguros Ligados a Fundos de Investimento* (Portugal); y *Executive Order no. 345 of 15 April 2011, on Risk-Labelling of Investment Products Executive* (Dinamarca).

(60) Véase la Proposición de Ley sobre operaciones de canje de participaciones preferentes, del Grupo Parlamentario Socialista, de 1 de junio de 2012, que propone añadir una disposición final quinta la Ley del Mercado de Valores, declarando que: «queda prohibida la comercialización, por cualquier entidad, de participaciones preferentes entre la clientela minorista». (BOCD, serie B, núm. 75-1, de 8 de junio de 2012. En el mismo sentido la enmienda de Izquierda Plural destinada a prohibir la comercialización de deuda perpetua y otros activos de riesgo entre clientes minoristas (BOCD, serie A, núm. 23-2, de 26 de octubre de 2012, p. 5.

(61) Conviene acuñar la distinción entre los ahorradores prudentes e inversores tomadores de riesgo: «*prudent savers*» and «*robust risk-takers*» (MOLONEY, *ob. cit.*). La distinción entre ahorradores y jugadores es utilizada con frecuencia en los informes encargados por la Comisión Europea. Así, *Optem Report for the EU* distingue entre familias inversoras (*household investors*), ahorradores prudentes, quienes procuran inversiones seguras, que deben ser tratados como consumidores, o jugadores (*gamblers*), quienes están preparados para tomar riesgos (*Pre-Contractual Information for Financial Services*, Qualitative Study in *The 27 Member States, Summary Report*, enero 2008). A su vez, *French TNS-Sofres Report* distingue entre inversores expertos, capaces de controlar el riesgo a través de la diversificación, y los pequeños inversores (*small investors*) que no desean tomar riesgo y quieren productos seguros [*TNS-Sofres, Investigation of Investment Information and Management Processes and Analysis of Disclosure Documents for Retail Investors* (2006), *Report for the AMF*, at p. 8].

Revista DBB 130.indb 261 26/09/13 10:38

F) Contrato marco para al ahorrador

Debería aprobarse un modelo de contrato marco de servicios financieros que incluya la prohibición de ofrecer al cliente productos complejos(62). De tal modo que para poder ofrecerle o para poder contratar productos complejos será necesaria la previa solicitud del cliente y la firma de otro contrato en el que figure de forma destacada la advertencia de que con la firma de ese contrato se abre la posibilidad de perder los ahorros. Este sistema es preferible a la creación de una Lista Robinson de inversiones de riesgo, de tal modo que cualquier persona que desee que su ahorro no sea invertido en productos de riesgo podría inscribirse en dicha lista. Según esta propuesta los intermediarios antes de ejecutar una orden de compra de un producto de riesgo deberían comprobar que el cliente no figura en el listado(63). Pero mejor sería, conforme a la normativa MIFID, considerar a todo cliente de sucursal inversor minorista y, como tal, merecedor del máximo grado de protección. De tal modo que se le debería ofrecer un modelo de contrato, por defecto, en el que el servicio de intermediación quedase limitado a productos verdes, aquellos en los que no queda comprometido el capital invertido. Bajo ese marco contractual el banco tendría prohibido la oferta de productos de riesgo en los que el cliente podría llegar a perder parte del capital invertido. Para poder ofrecerle al cliente productos de riesgo sería necesario suscribir otro contrato en el que de forma destacada en la primera página y en la antefirma debería figurar la advertencia de que al firmarlo se abre la puerta a perder el principal en inversiones financieras.

G) Educación financiera

La educación financiera debe continuar pero reconociendo que sus efectos se podrán obtener a medio y largo plazo. Es solo una herramienta complementaria en la protección del inversor. No se puede confiar en la educación financiera para superar la asimetría informativa que separa a los intermediarios de los consumidores financieros y convertir de este modo a los inversores en sujetos autónomos responsables de sus decisiones.

H) Control de incentivos

La remuneración de los empleados bancarios no debe entrar en conflicto con la obligación de proteger el interés de los clientes(64). Los asesores que se presenten fren-

(62) En la Ley de Servicios de Pagos (artículos 18 y ss.) y en la Ley del Mercado de Valores (artículo 79 ter) ya se exige la firma de un contrato marco que debe ser firmado con carácter previo a la prestación de servicios al consumidor financiero.

(63) V. GOMÁ, F., «Una propuesta sencilla contra los productos financieros tóxicos: un registro de autolimitación de riesgo», 10 de octubre de 2012, en <HayDerecho.com>.

(64) Enmienda aprobada por el Parlamento Europeo, el 26 de octubre de 2012, por la que se añade un apartado 52 bis a la Exposición de Motivos de la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/

Revista DBB 130.indb 262 26/09/13 10:38

te al cliente como independientes deben cobrar sólo del cliente, quedando prohibida toda retrocesión de comisiones por parte de fabricantes o intermediarios.

I) Nueva autoridad de protección del consumidor financiero

Como ya existe en Estados Unidos y en el Reino Unido, debería establecerse una autoridad encargada de la protección del consumidor financiero, independiente tanto del Gobierno como de los supervisores financieros. Esta autoridad debería tener la capacidad de actuar en nombre de los consumidores, con el fin de obtener indemnizaciones destinadas a reparar el perjuicio ocasionado por las malas prácticas(65).

5. MEDIDAS PALIATIVAS

Este apartado se ocupa de las propuestas para paliar la situación de las personas perjudicadas por la inadecuada comercialización de participaciones preferentes ante falta de información o falta de adecuación al perfil del cliente.

No se puede generalizar(66). Hay que actuar caso por caso, para reparar a quien haya sido agraviado. Sin perjuicio de la conveniencia y admisibilidad de la acumulación de acciones en vía judicial, atendiendo a las malas prácticas aplicadas en campañas de comercialización. Los inversores que adoptaron decisiones de inversión con conocimiento de causa deben asumir las consecuencias de sus decisiones. Hay que indemnizar sólo a aquellos clientes que no fueron informados de los riesgos o que por

---

CE del Parlamento Europeo y del Consejo (versión refundida) [COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD)], según la cual: «La remuneración de los empleados encargados de vender o asesorar sobre inversiones no debe, por lo tanto, depender únicamente de los objetivos de venta o de los beneficios para la empresa de un instrumento financiero específico, ya que ello crearía incentivos para facilitar información que no es justa, clara y no engañosa y para hacer recomendaciones que no redundan en el mayor interés del cliente».

(65) Facultades similares a las que tiene la SEC (*Fair Fund*), que desde que se estableció en 2002 han permitido distribuir 4.600 millones de dólares entre los afectados de fraudes y otros abusos financieros (véase: IOSCO: *Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*, febrero, 2012, p. 48, nota 131).

(66) Como dice CASTILLA, M.:«Ciertamente, la licitud del proceso que ha llevado a centenares de miles de inversores insofisticados a la adquisición de las participaciones preferentes emitidas por nuestras entidades de crédito para capitalizarse no admite generalizaciones. Cada emisor, cada clase de preferentes, cada inversor y hasta cada negocio de inversión en ellas implica circunstancias de hecho diferentes potencialmente relevantes para juzgar la legalidad de su adquisición», en «Riesgo, información y error en la distribución de participaciones preferentes emitidas por entidades de crédito», *Derecho de los negocios*, Año núm. 23, núm. 265-266, 2012, p. 15. De hecho, como recoge este artículo, hay diversidad de soluciones en la jurisprudencia. Entre las muchas sentencias que estiman las demandas de los clientes, unas anulan el contrato por vicio en el consentimiento, esencial y excusable (SAP Murcia, sección 5.ª, 105/2011, de 1 de abril de 2011), otras resuelven el contrato por incumplimiento de obligaciones profesionales de carácter esencial, reconociendo el mal asesoramiento (SAP Palma de Mallorca, sección 5.ª, 393/2012, de 3 de diciembre), o cuando los incumplimientos son de menor intensidad, condenan a indemnizar los daños y perjuicios (SAP Gijón, sección 7, 431/2011, de 26 de septiembre).

Revista DBB 130.indb 263 26/09/13 10:38

su falta de conocimientos y experiencia no podían comprender el producto. Los experimentados que fueron informados no tienen derecho a ser indemnizados. El inversor informado asume el riesgo de mercado.

Hay múltiples vías de reclamación abiertas a los clientes. Se puede reclamar ante la CNMV o, en caso de que lo acepte la entidad, recurriendo a árbitros de consumo, buscando una transacción con la entidad o un laudo que decida sobre la controversia. Y en cualquier momento se puede acudir al juez con una querella o una demanda civil, siempre que no se haya acudido al arbitraje. Hay prejudicialidad penal, lo que significa que, abiertas las diligencias penales se suspenden las acciones civiles. También se puede reclamar la responsabilidad patrimonial de la Administración, acción autónoma que no se suspende por la apertura de las diligencias penales.

La gravedad del problema aconseja una gestión política más allá de las vías ordinarias de reclamación. No obstante, las soluciones alternativas que se propongan deben valorar los costes y los beneficios atendiendo a su impacto tanto en los clientes afectados por las malas prácticas como en las entidades y en el conjunto del sistema.

Además, hay que tener en cuenta que en la regulación financiera existe un principio de igualdad de trato del inversor y los clientes afectados por la comercialización inadecuada de otras emisiones de participaciones preferentes u otros productos de similar riesgo y complejidad podrían invocar las medidas ofrecidas a los titulares de participaciones preferentes de entidades rescatadas en su propio beneficio. En suma, podría existir un efecto llamada en busca de reparación que debe ser valorado al tomar la decisión de compensar de algún modo a los titulares de participaciones preferentes.

5.1. El arbitraje bajo control del banco

El arbitraje es una solución que debe ser aceptada por el banco y el cliente. NovaGalicia Banco y Catalunya Banc están ofreciendo acudir al arbitraje de consumo a determinados clientes seleccionados por la propia entidad a través de un asesor externo, en concreto PWC para NovaGalicia Banco, y Ernst&Young, para Catalunya Banc. Respecto a Bankia, se ha anunciado que para esta función de filtro se ha contratado a KPMG. Esta actuación pudiera resultar contraria al principio de igualdad de trato del inversor que preside la regulación financiera. Todos los clientes que hayan adquirido un mismo tipo de producto con una entidad tienen derecho a recibir la misma oferta de arbitraje(67).

(67) Este principio estaba recogido en la disposición adicional primera del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios, bajo el rótulo «Igualdad de trato entre los clientes de Entidades», decía: «La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, en el marco de sus respectivas competencias, cuidarán de que las normas sobre protección a la clientela contenidas en el presente Real Decreto no produzca desigualdad de trato entre los clientes en razón del tipo de entidad con la que operen». De hecho es uno de los principios destacados de la normativa sobre mercados de valores por el Banco de España: <http://www.bde.es/clientebanca/derechos/regulacion/fichas/ficha16.htm>. Es un principio que también impera en el Derecho societario, donde es expresión de la necesaria igualdad en la distribución de beneficios (véase STS 3-10-2002). Es un principio mencionado en el art. 43 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que

Revista DBB 130.indb 264 26/09/13 10:38

Además, no es correcto elegir al auditor del banco, en particular si está comprometido como consultor o auditor en la emisión de preferentes[68].

5.2. Comisión de seguimiento

Tal vez por esta razón, los dos partidos mayoritarios acordaron crear una comisión de seguimiento de los procedimientos de arbitraje[69]. El Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, crea una Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (en adelante, la «Comisión»), presidida por la Presidenta de la CNMV, como responsable de la comercialización de las participaciones preferentes, bajo la vicepresidencia del Subgobernador del Banco de España, quien ha debido velar por la reputación de las entidades comercializadoras, e integrada también por la Secretaria General de Sanidad y Consumo, el Secretario General del Tesoro y Política Financiera y la Presidenta del Consejo de Consumidores y Usuarios. La Comisión podrá invitar a sus reuniones, con voz pero sin voto, a representantes de las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas y del Instituto Nacional del Consumo. El principal objetivo de esta Comisión es el de fijar los criterios objetivos que deberían ser utilizados para el proceso de filtro de solicitudes de arbitraje. Además debe analizar el problema de la comercialización inadecuada de instrumentos complejos de alto riesgo entre clientela minorista y rendir cuentas al Parlamento y al Gobierno del proceso, elaborando propuestas de mejora del sistema de comercialización de productos financieros.

---

se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva así como por IOSCO en este mismo ámbito de la inversión colectiva (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>). Principio también presente en Derecho comunitario. Mencionado en la exposición del motivos del Reglamento (UE) núm. 583/2010 de la Comisión de 1 de julio de 2010 por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor y a las condiciones que deben cumplirse al facilitarse esos datos o el folleto en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio web (DOUE-L-2010-81245). Véase: MUCCIARELLI, F.M., «Equal treatment of shareholders and European Union law. Case note on the Decision "Audiolux" of the European Court of Justice», ECFR 1/2010, pp. 158-167. A su vez, la Comisión Europea reconoce que las normas de transparencia se justifican «*in order to ensure the equal treatment of investors and a level playing field in financial sectors*» (Draft of Commission Regulation (EU) implementing Directive 2009/65/EC). El principio de igualdad de trato también se recoge en el artículo 14 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, según el cual: «Las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez, y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias».

(68) Según información disponible en la CNMV: PWC ha sido el auditor de la sociedad emisora de las participaciones preferentes asumidas por NovaGalicia Banco; Ernst&Young ha sido el evaluador de las participaciones preferentes de Caja Canarias y de Caixa Laietana; y KPMG, encargado de filtrar los arbitrajes de Bankia, ha actuado como evaluador de las condiciones económicas de emisiones de participaciones preferentes, en concreto las emisiones de Caixa Galicia Preferentes, Serie D, de 5 de marzo de 2009, y Serie E, de 15 de septiembre de 2009, y de la Serie X, de junio 2008, de Santander Finance Capital, S.A., Unipersonal.

(69) Nota sobre procedimientos de arbitraje de preferentes en entidades de crédito nacionalizadas, de 29 de enero de 2013.

Revista DBB 130.indb 265 26/09/13 10:38

La creación de esta comisión, implicando a la CNMV en el proceso, es un paso en la buena dirección, pero resulta insuficiente. Aunque se fijen por esta comisión de representantes de las administraciones públicas los criterios para el filtro de las solicitudes, la criba queda en manos privadas, bajo personas vinculadas a una de las partes(70), y, si se cumplen los anuncios, en manos de auditoras que han participado en la valoración de las emisiones de las participaciones preferentes objeto de la controversia.

5.3. La CNMV como gestor natural de las reclamaciones

La regulación financiera contempla la actuación de la CNMV como gestor de las reclamaciones de los clientes afectados por la inadecuada comercialización de productos financieros(71). Tras reclamar a la entidad y no verse satisfechos, los clientes pueden acudir al Servicio de Reclamaciones de la CNMV. Este organismo tiene la competencia técnica y los medios para hacer frente a este tipo de reclamaciones. Es una Administración pionera en el uso de medios electrónicos y podría crear con mucha facilidad una ventanilla electrónica para atender a los afectados por las participaciones preferentes. La gestión documental es relativamente sencilla pues toda la documentación relevante para acreditar la información al cliente debe estar en poder del banco, y al cliente le puede bastar con completar la solicitud de reclamación. Hay que tener en cuenta que es al banco a quien le corresponde la carga de la prueba de la obligación de informar y que es el banco quien tiene la obligación de mantener un registro de órdenes y un archivo de los contratos, a lo que se añade la llevanza de las cuentas de efectivo y de valores. En suma, abierto el expediente de reclamación es el banco el que puede y debe entregar a la CNMV copia de la documentación que resulta determinante para resolver sobre la concurrencia o no de una mala práctica en la comercialización del producto. El cliente podrá añadir notas manuscritas, correos electrónicos u otros documentos que contribuyan a clarificar la relación mantenida con el banco.

El único inconveniente de esta solución es la falta de carácter vinculante de los informes del Servicio de Reclamaciones de la CNMV. De hecho, desde que se inició la crisis financiera cada vez es más frecuente que las entidades desatiendan al cliente aunque éste haya recibido un informe favorable de la CNMV. No obstante, ante la situación excepcional en que nos encontramos se podría acordar con los bancos rescatados con ayudas públicas, cuyos administradores son personas de confianza de las Administraciones públicas, que en las reclamaciones relativas a participaciones preferentes se comprometan a aceptar y cumplir las resoluciones del Servicio de Reclamaciones de la CNMV. De tal modo que, si la CNMV da la razón al cliente, el banco procederá a indemnizar al cliente por el daño causado, por ejemplo, mediante la recompra de los títulos por el importe pagado en el momento inicial de adquisición de las participacio-

(70) En contra de lo dispuesto en el artículo 1256 del Código civil, según el cual: «La validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes».

(71) Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Revista DBB 130.indb 266 26/09/13 10:38

nes preferentes menos los cupones recibidos. Esta sería la reparación que recibirían en caso de que un tribunal declarara la nulidad del contrato. Por lo demás, esta fórmula reparte de algún modo la pérdida y crea un incentivo para que el cliente sea más diligente en el futuro.

La opción por el arbitraje de consumo no resulta deseable. Las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas carecen, respecto de la contratación de productos financieros, de los conocimientos técnicos de la CNMV. Aunque la CNMV contribuya a fijar criterios no existen garantías de alcanzar soluciones homogéneas y equitativas. Tampoco goza la CNMV de facultades de coordinación sobre las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas. Y el conflicto territorial que existe en España impide avanzar en ese sentido.

Desde la perspectiva del cliente, acudir a la CNMV tiene la ventaja de que no cierra la vía judicial. Sin embargo, acudir al arbitraje excluye la vía judicial.

Por todas estas razones, consideramos conveniente centralizar en la CNMV la gestión de las reclamaciones por la inadecuada comercialización de las participaciones preferentes.

6. CONCLUSIONES

En el presente artículo nos hemos acercado al sistema de comercialización de participaciones preferentes desde la perspectiva de la protección del cliente con el fin de identificar posibles desequilibrios y malas prácticas, con el fin de proponer mejoras en el sistema y propuestas de reparación para los ahorradores más perjudicados. En este apartado vamos a recoger unas sucintas conclusiones, incluyendo una tabla con las medidas que se proponen.

Las participaciones preferentes son productos financieros complejos de alto riesgo colocados en las sucursales de las entidades de crédito como una alternativa a los depósitos a plazo. Bancos y cajas las ofrecieron como si fueran renta fija rentable con un cupón seguro, cuando en realidad se trata de renta variable de escaso atractivo con problemas de liquidez, cuya rentabilidad queda condicionada a la buena marcha del emisor. Constituyen recursos propios para la banca y deuda perpetua para los inversores.

Los ahorros de miles de familias han quedado perjudicados. Las reglas del mercado dejan a su riesgo a los clientes de mala fortuna. Si se dejaron tentar por la rentabilidad, que ahora, cuando fracasan sus inversiones, no se quejen de haber perdido su dinero. Con la crisis también los que han invertido en acciones han perdido parte de sus ahorros. ¡Caveat emptor! Y así debe ser cuando el mercado funciona con transparencia, es decir, cuando el consumidor elige conociendo los riesgos. Pero las participaciones preferentes fueron ofrecidas con información engañosa sobre su rentabilidad y liquidez, ocultando sus riesgos. Nunca se informó de que eran híbridos con problemas de liquidez y rentabilidad condicionada a la obtención de ganancias.

Desde la banca se alega que si los clientes no sabían debían haber preguntado antes de comprar. Pero los clientes, según la información recibida de las entidades, creían

Revista DBB 130.indb 267 26/09/13 10:38

estar adquiriendo renta fija con unos cupones seguros, que en cualquier momento podían rescatar. Además, según les fue presentado en las sucursales era un producto preferente, adecuado a su perfil. Siendo así, ¿por qué desconfiar del banco de toda la vida que, además, había tomado la iniciativa de ofrecer el producto? Con información clara sobre lo que compraban, renta fija con un cupón atractivo, no era necesario preguntar. Según ha confesado la CNMV, la banca mantenía liquidez de forma ficticia, recolocando las preferentes en otros clientes de la misma sucursal. Estas malas prácticas eran posibles gracias a la opacidad de AIAF, mercado de renta fija en el que se negociaban las preferentes. Precisamente ha sido la reforma de AIAF lo que ha puesto en evidencia la situación de las preferentes. Al divulgarse precios y posiciones, los inversores han podido conocer que lo que habían comprado no era lo ofrecido.

El fallo del sistema de protección del inversor se produce, como todo accidente, por concatenación de diversas causas entre las que se encuentran la comercialización de productos financieros complejos y de alto riesgo entre clientes minoristas, el conflicto de interés que plantea la colocación de productos propios para reforzar la solvencia del emisor, junto al incumplimiento de las normas de conducta, en particular la que obliga a abstenerse de ofrecer productos inadecuados y la que prescribe advertir de los riesgos del producto que se contrata.

A continuación recogemos una tabla que incluye las medidas preventivas destinadas a mejorar el sistema de comercialización de productos complejos y la solución paliativa que pasa por gestionar las reclamaciones a través del Servicio de Reclamaciones de la CNMV, con el compromiso de los bancos de aceptar sus resoluciones como si fueran vinculantes.

Causas del problema

I. La banca ha comercializado de forma indiscriminada participaciones preferentes en sus sucursales, movida por su propio interés en reforzar sus recursos propios.

II. La banca comercializadora se aprovechó de la confianza y desconocimiento de los clientes.

III. En esas circunstancias los clientes adoptaron decisiones de adquisición de participaciones preferentes sin conocimiento de causa, ocasionándoles importantes perjuicios.

IV. Estas prácticas irresponsables afectan a la reputación de las entidades y hacen perder la confianza en el sistema financiero.

Marco legal

V. El marco legal se basa en la transparencia y en la adecuación del producto al perfil del cliente. De haberse aplicado el marco legal se habría evitado la comercialización indiscriminada de las participaciones preferentes en las sucursales de las entidades de crédito por ser un producto inadecuado para los in-

Revista DBB 130.indb 268 26/09/13 10:38

versores minoristas, según criterio del Banco de España y la CNMV. Tenemos un buen marco legal, pero ha faltado su aplicación efectiva.

Justificación de las medidas

VI. No se puede hacer recaer en los inversores las pérdidas de decisiones no informadas.

VII. La búsqueda de una reparación a los clientes que se han visto afectados se justifica por la actuación oportunista de las entidades.

VIII. La reparación también se justifica como una medida para recuperar la confianza de los clientes en las entidades, dañada como consecuencia de su conducta oportunista.

IX. La protección del ahorro a largo plazo con destino a la jubilación, es una cuestión de interés general.

Medidas preventivas

X. La banca debe abstenerse de ofrecer a los clientes productos financieros no adecuados a sus necesidades.

XI. La CNMV debería proponer al sector una moratoria en la comercialización de productos complejos o de alto riesgo en las sucursales de las entidades de crédito, hasta que se apruebe una reforma legal que garantice la adecuada protección del consumidor financiero.

XII. La transparencia debe comprender no solo la información de los riesgos sino también la información sobre los gastos, costes y comisiones cobrados o repercutidos por el intermediario.

XIII. Debe implantarse un proceso de validación y etiquetado de productos similar al que existe para los medicamentos y productos alimenticios. Para ser aprobado el nuevo producto debe satisfacer las necesidades de los inversores a los que va destinado.

XIV. El Gobierno debería aprobar un contrato marco de servicios financieros que proteja al ahorrador frente a la oferta de productos financieros riesgo.

XV. La remuneración de los empleados bancarios no debe entrar en conflicto con la obligación de proteger el interés de los clientes.

XVI. El Banco de España y la CNMV deberían poner al mismo nivel la protección de la solvencia de las entidades y la protección del consumidor financiero.

XVII. Debería crearse una autoridad encargada de la protección del consumidor financiero, que fuera independiente tanto del Gobierno como de los supervisores financieros.

XVIII. Debería existir un procedimiento prejudicial de resolución de conflictos, que no vete el acceso a los Tribunales.

Revista DBB 130.indb 269 26/09/13 10:38

Medidas paliativas

XIX. La CNMV debería encargarse de gestionar caso por caso las reclamaciones por la incorrecta comercialización de participaciones preferentes a través de su Servicio de reclamaciones.

XX. Las entidades de crédito deberían aceptar como vinculantes las resoluciones del Servicio de Reclamaciones de la CNMV relativas a la comercialización de participaciones preferentes.

XXI. La utilización del auditor del banco como filtro para seleccionar que inversores pueden acudir al arbitraje es contraria al principio de igualdad de trato de los inversores.

XXII. Las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas carecen de competencia técnica en materia de contratación financiera. La diversidad de laudos puede crear un problema de seguridad jurídica en el mercado financiero.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

ALONSO ESPINOSA, Francisco José: «Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito», *Diario La Ley*, núm. 7875, 2012.

BLANCO MARCILLA, Eduardo: *Participaciones preferentes: Rentabilidad de las emisiones*. Monografía núm. 24, CNMV, Madrid, 2007.

BUENO, Naiara; GIRBAU PEDRAGOSA, Ramón, e YBÁÑEZ RUBIO, Javier: «Fusión de cajas de ahorros, participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas y fondo de reestructuración ordenada bancaria», *Revista de derecho del mercado de valores*, núm. 8, 2011, pp. 135-160.

CARRASCO PERERA, Ángel: «Protéjase a quienes NO compraron participaciones preferentes», *Actualidad jurídica Aranzadi*, núm. 848, 2012, p. 2.

CASTILLA CUBILLAS, Manuel: «Riesgo, información y error en la distribución de participaciones preferentes emitidas por entidades de crédito», *Derecho de los negocios*, Año núm. 23, núm. 265-266, 2012, pp. 49-68.

DEAVES, Richard; DINE, Catherine y HORTON, William: «How Are Investment Decisions Made?», Canadá, mayo 2006.

FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: «Gobierno corporativo e híbridos financieros, derechos políticos en cabeza de no-socios: el caso de las participaciones preferentes», en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, coord. por Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS, vol. 1, 2006, pp. 571-616.

— *Las participaciones preferentes: un híbrido financiero supletorio del capital social*, Cizur Menor (Navarra), 2005.

FERRANDO VILLALVA, M.ª de Lourdes: «Las participaciones preferentes: regulación, caracteres y protección de los clientes bancarios», en AA.VV., *Participaciones preferentes: ¿se puede recuperar el dinero invertido?*, Cizur Menor (Navarra), 2012, pp. 15-48.

FSA, *Product Intervention*, DP11/1, enero, 2011.

Revista DBB 130.indb 270 26/09/13 10:38

GIL, Gonzalo y SEGURA, Julio: «La supervisión financiera: situación actual y temas para debate», *Estabilidad Financiera*, núm. 12, mayo 2007, pp. 10-40.

GOMÁ, Fernando: «Una propuesta sencilla contra los productos financieros tóxicos: un registro de autolimitación de riesgo», 10 de octubre de 2012, en *HayDerecho.com*.

IGLESIAS PRADA, Juan Luis: «Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros: Cuotas participativas y participaciones preferentes», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, 2004, pp. 45-78.

IOSCO: *Complex products were often sold to elderly and senior investors with little investing experience and market knowledge* (*Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*, febrero, 2012.

LAMOTHE, Prosper y PÉREZ SOMALO, Miguel: «Las participaciones preferentes. La génesis del "corralito español"», *Estrategia Financiera*, núm. 303, marzo 2013, pp. 18-35.

MAYORGA TOLEDANO, María Cruz: «El problema de las participaciones preferentes: déficit regulatorio o apariencia de protección», *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, vol. 2, núm. 6 (octubre), 2012, pp. 119-136.

MÉNDEZ TOJO, Ramón: «Doctrina jurisprudencial sobre la nulidad de los contratos de adquisición de participaciones preferentes», *Diario La Ley*, núm. 7970, 2012.

MINOR, Jacqueline: «Consumer Protection in the EU: Searching for the Real Consumer», *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, junio 2012, pp. 163-168.

MOLONEY, Niamh: «The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?», *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, junio 2012, pp. 169-193.

MUCCIARELLI, Federico M.: «Equal treatment of shareholders and European Union law. Case note on the Decision "Audiolux" of the European Court of Justice», ECFR 1/2010, pp. 158-167.

PERRONE, Andrea y VALENTE, Stefano: «Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts», *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 01, March 2012, pp. 31-44.

PERTÍÑEZ VÍLCHES, Francisco: «Canje de participaciones preferentes por acciones y efectos sobre la acción de anulación del contrato por vicio en el consentimiento», *Diario La Ley*, núm. 8036, 5 de marzo de 2013.

PRATS ALBENTOSA, Lorenzo: «Participaciones preferentes: productos para profesionales en manos de consumidores», *Diario La Ley*, núm. 7970, 2012.

RAMOS MUÑOZ, David: «Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku», *Diario La Ley*, núm. 7970, 2012.

ZUNZUNEGUI, Fernando (dir.): *Derecho bancario y bursátil*, 2.ª ed., Zunzunegui, Madrid, 2012.

— «Hacia un estatuto del inversor», *Revista de Derecho del Mercado Financiero, Working Paper 1/2006*, diciembre de 2006; publicado también en Anuario Euro-Peruano del Derecho del Comercio, núm. 2/3, Perú, 2007, pp. 21-52.

— *Derecho del Mercado Financiero*, 3.ª edición, Marcial Pons, Madrid, 2005.

Revista DBB 130.indb 271 26/09/13 10:38

ADR: EL OMBUDSMAN Y SU INCORPORACIÓN A LOS LITIGIOS BANCARIOS EN SUIZA (*)

ANA ISABEL BLANCO GARCÍA

FPI-MINECO Derecho Procesal
Universitat de València

RESUMEN

El presente trabajo trata de describir el papel que juegan las ADR en la búsqueda de una solución pacífica de las controversias nacidas en el seno de los contratos, en especial en un sector tan complejo y controvertido como el bancario. Se aborda con detalle la figura del Defensor del Cliente, que actúa como mediador encargado de dirimir las disputas entre las entidades bancarias y sus clientes, en un país que destaca por su proyección y reconocimiento mundial, Suiza.

Palabras clave: *Banca en Suiza, contratos bancarios, tutela del consumidor, Defensor del Cliente, Alternativas de Resolución de Conflictos, mediación.*

ABSTRACT

This paper seeks to describe the role played by ADR in the search for a peaceful solution of disputes arising out of the contracts, especially in an area as complex and controversial as banking. The text deals in detail with the figure of the Ombudsman, which acts as a mediator responsible for settling disputes between banking institutions and their customers, in a country noteworthy for its projection and worldwide recognition, Switzerland.

Keywords: *Banking in Switzerland, banking contracts, consumer protection, Banking Ombudsman, Alternative Dispute Resolution, mediation.*

Sumario

1. LAS ADR: EL MOTOR DE UNA NUEVA JUSTICIA.
2. LA FIGURA DEL OMBUDSMAN.
   - **2.1. Ombudsman: el reflejo de una filosofía.**
   - **2.2. El Ombudsman y su papel en sectores específicos: el Ombudsman bancario.**
3. EL PAPEL DEL DENOMINADO *SWISS BANKING OMBUDSMAN*.
   - **3.1. El *SwissBanking Ombudsman* como institución.**
   - **3.2. Líneas generales del procedimiento.**

(*) Artículo realizado en el marco del Proyecto de Investigación MEC/DER2010-17126: «La experiencia del arbitraje y la mediación en los sistemas anglosajones y asiáticos y su incorporación en el nuevo modelo de justicia español del siglo XXI». Directora: D.ª Silvia Barona Vilar.

Revista DBB 130.indb 273 26/09/13 10:38

1. LAS ADR: EL MOTOR DE UNA NUEVA JUSTICIA

El fenómeno de la globalización, el libre comercio nacional e internacional, el desarrollo de las nuevas tecnologías, y sobre todo, la situación económica actual de crisis, no han hecho sino aumentar la litigiosidad, esto es, incrementar el número de problemas y conflictos entre particulares y empresas, que en muchos casos requieren de soluciones especializadas dada la complejidad del asunto, pero ante todo, rápidas. Este aumento del número de litigios supone complicar aún más el acceso a la justicia. Por ello, y desde hace algunas décadas, se ha hecho necesario buscar otras vías para solucionar estos conflictos, alternativas o complementarias a la vía judicial, tan costosa en tiempo y dinero. Es en esta búsqueda de una solución rápida, efectiva y, en ocasiones, menos traumática, cuando surgió el movimiento de las ADR o *Alternative Dispute Resolution Mechanisms* (en español, alternativas de resolución de conflictos)(1).

En este artículo vamos a trazar las líneas generales de lo que han constituido las ADR y de su aplicación por una figura importantísima en nuestra sociedad como es el Ombudsman. También estudiaremos cómo el papel desempeñado por esta figura ha ido cambiando, adaptándose a las nuevas necesidades y exigencias de dicha sociedad hasta cubrir ámbitos tan específicos y complejos como el bancario.

Así pues, podemos empezar estableciendo qué son estas técnicas de resolución de conflictos y qué ventajas ofrecen con respecto a la justicia tradicional. Las ADR se constituyen como mecanismos que tratan de mejorar ese acceso a la justicia de los ciudadanos, actuando también como instrumentos para lograr la paz social. Es decir, nacen como un cauce para resolver los litigios y alternativo a la acción judicial, respetando los principios de seguridad jurídica y de tutela judicial efectiva reconocidos respectivamente en los artículos 9 y 24 de nuestra Constitución. Además, esta complementariedad contribuye, sin duda, a mejorar el funcionamiento de la Administración de Justicia, no sólo a nivel nacional sino también internacional. Las ADR ofrecen una mayor flexibilidad que los procesos judiciales y pueden ajustarse mejor a las necesidades de los consumidores y de los profesionales. En palabras de CAPPELLETTI, son «mecanismos que intentan resolver disputas, principalmente al margen de los tribunales o mediante medios no judiciales»(2). Vieron la luz por primera vez en la década de los años 30 en Estados Unidos(3), en el marco del llamado *derecho*

---

(1) Para un estudio general sobre el tema, véanse, BARONA VILAR, S.: *Solución extrajurisdiccional de conflictos. ADR y Derecho Procesal,* Tirant Lo Blanch, Valencia, 1999; WARE, S.J.: *Principles of Alternative Dispute Resolution,* Thomson/West, Estados Unidos, 2007, y BROWN, H.J., MARRIOTT, A.: *ADR principles and practice,* Sweet&Maxwell, Reino Unido, 2011.

(2) CAPPELLETTI, M.: «Alternative Dispute Resolution Processes within the framework of the world-wide access to Justice Movement», *Modern Law Review,* 1993, p. 282.

(3) Sobre la evolución del movimiento de las ADR en Estados Unidos y de las tres fases en las que se puede distinguir, véase, BARONA VILAR, S.: «Fomento de las ADRS en España. (Hacia un sistema de tutela plural del ciudadano que permita la desconflictivización y la búsqueda de la paz social)», *Revista Seqüência,* núm. 51, 2005, pp. 176-177. La autora, en las páginas siguientes, analiza la evolución en España de las principales técnicas ADR. En concreto estudia la mediación, la conciliación y el arbitraje, aunque también analiza el desarrollo de mecanismos mixtos como el Med-Arb (Mediación y Arbitraje), participativos de las funciones autocompositiva y heterocompositiva.

Revista DBB 130.indb 274 26/09/13 10:38

de acceso a la justicia[4]. Este movimiento se extendió rápidamente por otros ordenamientos jurídicos, —Australia y Nueva Zelanda—, desarrollándose también en toda Europa[5], puesto que «las ventajas inherentes a estas modalidades de justicia privada y la crisis de eficacia de los sistemas judiciales suscitaron un interés renovado hacia estos métodos de apaciguamiento de los conflictos más consensuales que el recurso al juez o a un árbitro»[6].

Así pues, estos medios de resolución de conflictos son la consecuencia de la creación del estado de bienestar y un medio para solucionar los problemas de acceso a la justicia. Problemas que son la expresión de la inoperancia del Poder Judicial. Durante el siglo XX, el continuo incremento de los conflictos jurídicos, unido al auge de la jurisdiccionalización de la sociedad moderna[7], propiciaron una expansión del ordenamiento jurídico que, a su vez, fortaleció aún más ese Poder Judicial. Fue este mismo fortalecimiento lo que, unido innegablemente a la tendencia cada vez mayor de acudir a él como vía para solventar todos los problemas, conllevó su ineficacia en la resolución de conflictos. De ahí que se buscara nuevas fórmulas, fuera del marco del Poder Judicial, para obtener la tutela de los derechos. Las técnicas ADR se configuran, por tanto, como los medios que tratan de dar respuesta a los problemas que día a día se les plantean a los tribunales de la jurisdicción ordinaria, que no poseen la capacidad ni los mecanismos de coordinación, como tampoco la rapidez adecuada para dar una correcta respuesta al problema.

Esta experiencia nacida en EE.UU. y seguida por el resto de países está en continuo desarrollo y constante evolución. Así, la Resolución de la Asamblea General de las Naciones Unidas, de 19 de noviembre de 2002, en relación con la Ley Modelo de la CNUDMI, sobre Conciliación Comercial Internacional[8], recogía el gran interés despertado y el amplio apoyo en el uso de estas técnicas o métodos de resolución de controversias, con especial mención a la conciliación y a la mediación.

---

(4) Este derecho viene reconocido en el Convenio Europeo de Protección de los Derechos Humanos de Roma de 4 de noviembre de 1950. Posteriormente fue recogido en el *Libro Verde sobre el acceso de los consumidores a la Justicia*, COM 576 final, de 16-11-1993.

(5) Hay autores que señalan que el proceso de adopción en Europa de este movimiento resultó complejo dado su origen anglosajón, a excepción del Reino Unido, debido a su afinidad cultural y jurídica con Estados Unidos. Al respecto, véanse, CARULLA BENÍTEZ, P.: «La mediación: una alternativa eficaz para resolver conflictos empresariales», *Anuario de Justicia Alternativa,* núm. 1, 2001, p. 2 y BARONA VILAR. S.: «Las ADR en la justicia del siglo XXI, en especial la mediación», *Revista de Derecho Universidad Católica del Norte,* año 18, núm. 1, 2011, pp. 190-191.

(6) Libro verde sobre las modalidades alternativas de solución de conflictos en el ámbito del derecho civil y mercantil. COM (2002) 196 final.

(7) «Culturalmente se ha pensado que acudir al Estado demandando justicia es la maximización de la búsqueda de la solución de conflictos. Se postula, en consecuencia, que el cauce más apropiado, más económico, más seguro es el proceso ante los tribunales de justicia». BARONA VILAR, S.: «Arbitraje en España: a la búsqueda de un lugar adecuado en el marco de la Justicia», en AA.VV.: *Arbitraje y Justicia en el Siglo XXI,* dir. por BARONA VILAR, S., Aranzadi, Navarra, 2007, p. 26.

(8) Documentos Oficiales de la Asamblea General, quincuagésimo séptimo período de sesiones, Suplemento *No. 17* y corrección (A/57/17 y Corr.1), anexo I.

Revista DBB 130.indb 275 26/09/13 10:38

Resulta especialmente significativo que el «desarrollo de métodos alternativos de resolución de litigios» constituya un objetivo de la cooperación judicial en materia civil contemplado en el apartado 2.g) del artículo 65 del Tratado de Lisboa(9) (artículo 81 de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea(10)), pues esta medida está en estrecha relación con el derecho a la tutela judicial efectiva reconocido en nuestra Constitución(11). Asimismo, como desarrollo de estos mecanismos, se elaboró la Directiva 2008/52/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 mayo 2008, sobre ciertos aspectos de la mediación en asuntos civiles y mercantiles(12), cuyo fin último reside en el fomento de la mediación como cauce de solución de litigios civiles y mercantiles en aras de lograr ese mejor acceso a la justicia.

También a nivel europeo, pero para el específico ámbito de los servicios financieros, la Resolución del Parlamento Europeo, de 5 de junio de 2008, sobre el Libro Verde relativo a los servicios financieros al por menor en el mercado único(13), destacó igualmente la importancia de promover el acceso por los consumidores a los mecanismos de resolución extrajudicial de litigios financieros y no sólo a nivel nacional, sino también a nivel internacional.

Toda esta legislación europea no hace sino reflejar la indudable importancia que el fomento del uso de los métodos ADR, especialmente la mediación, tiene no solamente en la solución de las controversias, sino también en la evitación de los costes económicos y en el ahorro de tiempo derivados de los procesos judiciales.

Cuando hablamos de las ADR lo hacemos para referirnos a sistemas extrajurisdiccionales de resolución de conflictos. No obstante, tomar la decisión de acudir a estas instancias alternativas para resolver las disputas no debe llevarnos a pensar que la vía judicial queda excluida, pues ello sería un error. Más bien, acudir a las ADR es una opción que no elimina *per se* la otra posibilidad de resolver el litigio por vía judicial. Esto es debido a que es perfectamente plausible acudir, en primer lugar, a los medios ADR y, en caso de no alcanzar un acuerdo satisfactorio para las partes, proceder a la resolución del conflicto en la vía judicial(14). De ahí que hoy en día el término *Alternative* haya sido

---

(9) DOUE C306/01, de 17-12-2007.

(10) DOUE C326/47, de 26-10-2012.

(11) AGUILAR GRIEDER, H.: «La cooperación judicial internacional en materia civil en el Tratado de Lisboa», *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 2, núm. 1, marzo 2010, pp. 325-328.

(12) DOUE, de 24 mayo 2008, núm. L 136/3.

Véanse también, Libro Verde sobre las modalidades alternativas de solución de conflictos en el ámbito del Derecho Civil y Mercantil, COM (2002) 196 final; Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 octubre 2004, sobre ciertos aspectos de la mediación en asuntos civiles y mercantiles, COM (2004) 718 final; Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre ciertos aspectos de la mediación en asuntos civiles y mercantiles» (DOUE, de 17 noviembre 2005, núm. C 286/1).

(13) 2007/2287(INI). DOUE C 285 E/61, de 26.11.2009. Para acceder a su contenido, véase la web: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:285E:0061:0066:ES:PDF>.

(14) «La proliferación de los asuntos ante los diversos órdenes jurisdiccionales y la exigencia del respeto debido al artículo 24 de la Constitución, en cuanto a derecho a la tutela judicial efectiva, ha abierto

Revista DBB 130.indb 276 26/09/13 10:38

sustituido por *Adequated* como significado del acrónimo ADR[15]. El cambio se debe a que actualmente han dejado de ser medios entendidos como alternativos para pasar a ser complementarios, e incluso hasta integrados en los procedimientos judiciales.

Hay que tener en cuenta que «los mecanismos de resolución de conflictos ejercen una valiosa función como facilitadores del comercio»[16]. Esto es así porque estos métodos ofrecen mayores ventajas que el proceso judicial, entre las que destacan: la rapidez de resolución, ya que el tercero neutral puede contribuir a alcanzar el resultado esperado antes incluso de que el proceso judicial dé comienzo; la flexibilidad, puesto que este tercero neutral tiene libertad de actuación en función de las circunstancias y peculiaridades del caso, y por último, la economicidad, porque los gastos son bajos en comparación con los que conlleva un proceso judicial. Por otro lado, las ADR presentan aspectos positivos, que los hace más atractivos, como la confidencialidad, especialmente en ámbitos como el bancario donde es importante que los datos y pruebas no se expongan a un público externo, y la posibilidad, especialmente con la mediación, de mantener las relaciones contractuales con los clientes[17].

Una vez establecidas la noción y las principales características de las técnicas ADR, cabe que hagamos hincapié en el hecho de que se pueden clasificar en dos grandes grupos[18]. Esta división se realiza con base en la función que desempeña el tercero

---

un camino […] hacia la utilización de medios alternativos a la vía jurisdiccional como cauce bien complementario o bien previo a aquélla». BARONA VILAR, S.: *Solución extrajurisdiccional de conflictos. ADR y Derecho Procesal, op. cit.,* p. 36.

(15) AA.VV.: *The ADR Practice Guide. Commercial Dispute Resolution,* coord. por MACKIE, K., Tottel Publishing Ltd., Reino Unido, 2007, pp. 5, 9-10, y BARONA VILAR, S.: «Arbitraje en España: a la búsqueda de un lugar adecuado en el marco de la Justicia», *op. cit.*, p. 30.

(16) RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: «Métodos alternativos de resolución de conflictos», encontrado en <www.emarketservices.es>, consultado el día 10 de octubre de 2012. La autora continúa diciendo que «[…] La previsibilidad de los métodos de resolución de controversias, la razonabilidad de los criterios de jurisdicción o sumisión, el coste de la litigación, la ejecutoriedad de las resoluciones o la percepción de independencia del órgano decisor son factores determinantes de la certidumbre y la seguridad jurídica asociadas a las transacciones comerciales».

Este hecho se ha reflejado en el incremento del uso de las ADR en el sector privado, especialmente como medio de resolución de las controversias en el tráfico mercantil. Ejemplos de sectores en los que se han implementado estas técnicas son el sector de la industria, el financiero, propiedad intelectual, etc. BROWN, H.J.; MARRIOTT, A.: *ADR principles and practice, op. cit.*, p. ix.

(17) Para una exposicíón más detallada de las ventajas que presentan las ADR frente a la litigación, en especial en lo que concierne a disputas bancarias, véase, LEIBOWITZ, D.; LESTER, C.: «Banking and finance disputes», en AA.VV.: *ADR and Commercial Disputes,* ed. por CALLER, R., Sweet&Maxwell, Londres, 2002, pp. 14-20 y 24-30. Concretamente, los autores establecen que la mediación es la mejor técnica ADR para resolver las controversias nacidas en el seno de la contratación bancaria, siendo determinante el hecho de que, con esta técnica, es posible que las partes continúen con su relación contractual con posterioridad.

(18) CHORNENKI, G.A.; HART, C.E.: *Bypass Court. A dispute Resolution Handbook,* LexisNexis, Canadá, 2011, pp. 2-4. Las autoras clasifican las ADR en seis categorías: consensual, adjudicativa, informativa, coercitiva, democrática y mecánica. Para ellas la mediación es consensual, puesto que son las partes las que llegan a un acuerdo, mientras que el arbitraje es adjudicativo, puesto que es el tercero, y no las partes, el que da la solución.

Revista DBB 130.indb 277 26/09/13 10:38

que interviene en la gestión o en la solución del conflicto. Así, los dos grupos en que se separan estas vías son[19]:

En primer lugar encontramos las vías autocompositivas, entre las que destacan la conciliación y la mediación. En estas técnicas, el tercero actúa *inter partes*, en donde no impone la solución al conflicto, sino que su intervención se limita a ayudar a las partes, intentando consensuar y unir posturas, para que sean ellas mismas las que encuentren una solución práctica y beneficiosa para ambas, esto es, para que autocompongan la solución y den por terminada la controversia. Como ya hemos señalado *supra*, la mediación es un método autocompositivo, siendo el fundamento básico que, si son las partes las que llegan a esa solución, no sólo será beneficioso para la relación contractual preexistente, sino también, y más importante, lo será para que las propias partes acaten lo estipulado en dicho acuerdo.

En segundo lugar debe hacerse referencia a las técnicas heterocompositivas. Aquí el tercero actúa *supra partes.* Esto implica que ya no son las partes las que, por medio del consenso, solucionan su disputa. Aquí es el tercero el que decide cuál es la solución apropiada para el caso concreto. Las partes, por tanto, no toman partido en este proceso de resolución. Las dos técnicas heterocompositivas son, por un lado, el proceso judicial, en donde el tercero es un juez que emite una resolución sobre el caso, que es impuesta a las partes, puesto que posee carácter vinculante y constituye un título con valor ejecutivo. Por otro lado, encontramos el arbitraje, método heterocompositivo y voluntario en donde el tercero ya no es un juez, sino un árbitro (o un tribunal arbitral según el caso), el que impone la solución a las partes por medio del laudo arbitral. El árbitro, o tribunal arbitral según casos, queda investido de la facultad de administrar justicia. El laudo arbitral es, al igual que la resolución judicial, vinculante para ambas partes, puesto que tiene fuerza ejecutiva y también efectos de cosa juzgada.

Por otra parte, sabedores de que los conflictos han existido siempre, y con mayor probabilidad en el marco de las relaciones contractuales de una cierta duración, la regla general que seguían los consumidores para resolver dichos conflictos era acudir a la vía judicial. En este sentido, la Administración de Justicia ha desempeñado una función importante al impartir justicia; función que, sin embargo, no se ha llevado a cabo de forma óptima en muchas ocasiones debido, en parte, a la complejidad de la materia objeto de disputa.

Esta complejidad y diversidad de conflictos que la realidad jurídica presenta permite en la actualidad afirmar que la pluralidad de métodos de tutela jurisdiccionales y extrajurisdiccionales es una realidad insoslayable que ha incorporado una mayor diversidad y probablemente adaptación de la tutela requerida por el ciudadano en atención a

---

(19) Al respecto, véanse, BARONA VILAR. S.: «Las ADR en la justicia del siglo XXI, en especial la mediación», *op. cit.,* pp. 186-187; RUGGERI, L.: «ADR y ODR y su taxonomía. La identificación de caracteres», *Revista de los Estudios de Derecho y Ciencia Política de la UOC,* núm. 10, 2010, pp. 32-35, <http://www.uclm.es/profesorado/mcgonzalez/pdf/DerechoCivilIII/PresentacionMREC.pdf>, consultado el día 17 de octubre de 2012 y MORENO CATENA, V.; CORTÉS DOMÍNGUEZ, V.; GIMENO SENDRA, V.: «Introducción al Derecho Procesal», 2003, encontrado en: <http://marisolcollazos.es/procesal-penal/Introduccion-derecho-procesal.pdf>, consultado el día 17 de octubre de 2012, pp. 11-13.

Revista DBB 130.indb 278 26/09/13 10:38

la variedad y heterogeneidad litigiosa. De este modo, a la conveniencia de los tribunales de justicia que han venido manteniendo durante siglos un cuasi-monopolio de la justicia, se disponen poco a poco pero de forma imparable y expansiva las ADR. Su objetivo básico no es negar el conflicto, sino guiarlo y encauzarlo hacia resultados beneficiosos para las partes. Dada la coyuntura social de hoy y el hecho de que, cada día más, surgen conflictos, estos sistemas de resolución de controversias alternativos, pero a la vez complementarios de la jurisdicción, suponen un avance en la mejora de la convivencia y de la paz social. No solamente permiten una aminoración de la excesiva judicialización de la sociedad, sino también la promoción y el impulso necesario para que las partes, con base en su voluntad, sean capaces de resolver los problemas de un modo pacífico y menos traumático, especialmente cuando se trate de mecanismos autocompositivos y con mayor énfasis cuando nos referimos a la mediación. Así, mediante la técnica de la mediación, las partes de un conflicto pueden adaptarse a la medida de las necesidades de cada una de ellas, ya que, ayudados y guiados por un tercero imparcial, tienen mayores posibilidades de encontrar una solución eficaz y beneficiosa (al menos no perjudicial) para ambas, especialmente si se trata de contratos de tracto sucesivo o si va a haber continuidad de la relación entre las partes, como sucede en el sistema bancario. Y en este sector debe destacarse no sólo el posible empleo de las ADR en general, sino también una figura que poco a poco, de forma paulatina pero absolutamente penetrante, ha ido gestándose en la mayor parte de los ordenamientos jurídicos: el Ombudsman bancario.

2. LA FIGURA DEL OMBUDSMAN

2.1. Ombudsman: el reflejo de una filosofía

Cabe considerar que «el mensaje que se ha transmitido de generación en generación es que, ante un conflicto, el camino adecuado es acudir a los tribunales, pues únicamente de esta forma se restablecerá el derecho lesionado, el orden jurídico»[(20)]. Sin embargo, a nuestro juicio, esta mentalidad litigiosa ha dado paso a una filosofía diferente, que tiene como fin último la resolución de cualquier conflicto sin que exista esa necesidad de acudir a un juez para encontrar una solución que sea no sólo jurídicamente aceptable, sino también beneficiosa para ambas partes.

En eso consiste, precisamente, la tarea de una figura jurídica que hoy desempeña un papel absolutamente imprescindible en la implantación e interiorización en nuestra sociedad de los valores y principios de esa filosofía de no litigio. Hablamos de la figura del *Ombudsman*, conocido en español como Defensor del Pueblo[(21)]. La expresión

(20) ORTUÑO MUÑOZ, J.P.; HERNÁNDEZ GARCÍA, J.: «Sistemas alternativos a la resolución de conflictos (ADR): la mediación en las jurisdicciones civil y penal», *Documentos de trabajo (Laboratorio de Alternativas),* núm. 110, 2007, p. 16.

(21) Sin embargo, existen diferencias entre el Ombudsman y el Defensor del Pueblo en España, ya que mientras el Ombudsman fue creado con la finalidad de supervisar la Administración pública, el Defensor del Pueblo utiliza esta supervisión como instrumento para defender los derechos y libertades fundamentales, tal y como se desprende del artículo 54 de la Constitución Española.

Revista DBB 130.indb 279 26/09/13 10:38

completa, en su idioma original, es *Justitieombudsman*[22], en español, «Comisionado de Justicia».

Podría pensarse, por las referencias más presentes a esta figura, que se trata de un concepto nuevo, de reciente creación, si bien lejos está esta afirmación de la realidad. Su origen se remonta al siglo XIX, hace más de 200 años. Concretamente, el Ombudsman fue establecido por primera vez en la Constitución sueca, en el año 1809, con el objetivo de dar respuesta inmediata a los ciudadanos ante abusos de difícil solución por vía burocrática o judicial[23]. Fue creado con el propósito de garantizar los derechos de los individuos contra los abusos realizados por parte de las instituciones gubernamentales o por funcionarios públicos, constituyéndose así como el defensor del ciudadano, desde la supervisión de la Administración.

Sin embargo, su buen funcionamiento y los beneficiosos resultados para las partes del conflicto, supusieron su posterior adopción por otros países europeos, así como por los no europeos[24]. El primero de ellos en copiar esa figura, con carácter estatal, fue Finlandia, en 1920, bajo el nombre de *EduskunnanOikesusamies*. Después le siguieron, entre otros muchos, Dinamarca en 1954, (carácter estatal), la República Federal Alemana en 1959, bajo la denominación de *Wehrbeauftragter des Bundestages,* pero esta vez con un marcado carácter sectorial al adscribirse al ámbito militar, Noruega en 1952, (carácter estatal y sectorial), Nueva Zelanda en 1962 y Estados Unidos[25]

---

(22) Respecto al origen etimológico de la palabra, Ombudsman significa «representante» *(umbodhsmadhr*) o «comisionado confiable» o «agente que cuida los intereses de un grupo o de un negocio» o «alguien que habla en nombre de otros».

Para más información sobre el origen etimológico de la palabra y su significado, véanse, <http://defensorpueblo.blogspot.ch/2007/08/la-significacin-etimologica-del.html>, consultada el día 12 de octubre de 2012, MARIMÓN DURÁ, R.: «La nueva regulación de los órganos de defensa del cliente bancario. La experiencia del Servicio de Reclamaciones del Banco de España», en AA.VV.: *Protección de particulares frente a las malas prácticas bancarias,* dir. por CUÑAT EDO, V., Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 2005, pp. 216-217; VON JIPPEL, T.: *Der Ombudsmannim Bank-undVersicherungswesen,* Mohr-Siebeck, Tübingen, 2000, p. 2 y SAN MARTÍN, J.: «Dos años de experiencia del primer ombudsman del País Vasco», *Cuadernos de Sección Derecho,* núm. 7, País Vasco, 1991, pp. 27-28.

(23) KUCSKO-STADLMAYER, G.: *European Ombudsman-institutions: A comparative legal analysis regarding the multifaceted realisation of an idea,* Springer, Viena, 2008, p. 1. Véanse también, MARSHALL, M.; REIF, L.: «The Ombudsman: Maladministration and Alternative Dispute Resolution», *Alberto Law Review,* 1995, núm. 34, pp. 215-220 y VANEGAS ÁLVAREZ, S.: *Origen y devenirdel Ombudsman. ¿Una institución encomiable?,* Instituto de Investigaciones Jurídicas, Serie G. Estudios Doctrinales, núm. 117, Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1988.

(24) Para una completa información sobre la adopción de esta figura por el resto de países, no sólo europeos, véanse, MORA, A.; IMBERNÓN GARCÍA, M.J.: *El libro del Defensor del Pueblo,* Defensor del Pueblo, Madrid, 2003, pp. 29-42; GOZAINI, O.A.: *Formas alternativas para la resolución de conflictos,* Depalma, Buenos Aires, 1995, pp. 251-266 y el informe de la Comisión Estatal de Derecho Humanos de Tlaxcala de 2010, encontrado en: <www.cedhtlax.org.mx/ombudsman/EL_OMBUDSMAN.pdf>, consultada el día 13 de octubre de 2012.

Véanse también, <http://defensoria.uaa.mx/informes/pdfs/Comunicado%201.pdf>, consultada el día 14 de octubre de 2012 y <http://usic13.ugto.mx/prunida/Archivos/ELOMBUDSMAN.pps>, consultada el día 15 de octubre de 2012.

(25) En el caso de Estados Unidos, puesto que es un Estado Federal, se creó un Ombudsman por cada uno de los Estados, así como uno para el gobierno federal, en total hay 39.

Revista DBB 130.indb 280 26/09/13 10:38

en 1966. España incorporó esta figura en el año 1978, con carácter estatal y autonómico, y Suiza hizo lo propio en 1971, estableciendo un Ombudsman regional.

Por tanto, podemos observar que en la actualidad casi todos los países cuentan con una figura similar que, en algunos casos y siempre con los matices correspondientes, está dedicada a un sector o región concretos. En Suecia, a diferencia de lo que sucede en la mayoría de los países que han adoptado esta figura en sus ordenamientos jurídicos, el Ombudsman posee facultades ejecutivas, que le permiten realizar esa tarea de supervisión de las actuaciones de las autoridades estatales y municipales y también proponer modificaciones sobre su organización y regulación.

Aunque en un principio este término fue acuñado para el sector público, hoy en día se utiliza indistintamente para hacer referencia tanto a los órganos de carácter jurídico-público como a las oficinas de reclamaciones de las empresas, de carácter privado[(26)]. Esto implica que el concepto de Ombudsman no sólo se ha extendido geográficamente, sino también que su interpretación por parte de los operadores jurídicos se ha visto ampliada materialmente, abarcando el control ya no solamente de la Administración Pública, sino también de las empresas del sector privado, como una figura independiente cuyo fin estriba en proteger a los ciudadanos contra los posibles abusos que puedan ocasionarles algunas instituciones tales como bancos, compañías aseguradoras, compañías telefónicas, etc. Se afianza, por ello, en un modelo político social que mantiene una función proteccionista y tuitiva del ciudadano.

Para realizar esta labor, esencial para la buena convivencia social y la búsqueda de una justicia más eficaz, cabe que nos preguntemos lo siguiente: ¿Qué rasgos caracterizan esta figura? y ¿cualquiera puede ocupar el cargo?

Se ha ido experimentando en las sociedades modernas un cambio de visión de esta figura, de manera que, frente a un cierto desinterés por ella asentado en la consideración de que el Ombudsman se centraba en cuestiones de poca entidad, se ha transformado la opinión pública, muy probablemente por la evolución del papel asumido por esta figura su capacidad expansiva respecto de conflictos a los que llega y ofrece posibles respuestas.

Es probable que ese creciente interés por una figura como el Ombudsman se halle en su exigencia de neutralidad, de carencia de cualquier interés que no sea el de impartir justicia, trabajando hacia una solución más beneficiosa para las dos partes del conflicto. En esta neutralidad es donde radica gran parte de la dificultad del papel desempeñado, aparte, obviamente, de la complejidad del tema que deba solventar. Así

---

(26) BROWN, H.J.; MARRIOTT, A.: *ADR principles and practice, op. cit.*, p. 459.

Véase también la web oficialde las Naciones Unidas: <http://www.un.org/es/ombudsman/faqs.shtml>, consultada el día 12 de octubre de 2012. En ella se hace hincapié en el hecho de que este término se utilizó en un principio para designar al funcionario público encargado de examinar las quejas de los ciudadanos contra las organizaciones del sector público. Los *Ombudsmen* que sirven al público en general y llevan a cabo investigaciones oficiales son los que actualmente se conocen como *Ombudsmen* clásicos, mientras que los *Ombudsmen* de las organizaciones prestan servicios informales de solución de conflictos relacionados con cuestiones laborales. Concretamente en las Naciones Unidas, la función del Ombudsman equivale a la que desempeña el Ombudsman de una organización.

Revista DBB 130.indb 281 26/09/13 10:38

pues, el Ombudsman es una persona independiente, autónoma con respecto al órgano que lo designa y cuyo objetivo primordial consiste en el estudio y análisis de las denuncias o reclamaciones presentadas ante él por los ciudadanos para tratar de darles una solución. Esta posible solución puede producirse en forma de recomendación, normalmente no vinculante, aunque también cabe destacar la importancia de la utilización de las técnicas de las ADR, en especial de la mediación para alcanzar una solución adecuada y más adaptada a las exigencias e intereses propios de las partes(27).

Por otro lado, para poder ser Ombudsman hay que cumplir una serie de requisitos que son inherentes al cargo y al rol desempeñado. Estas características que debe reunir la persona que ocupe este puesto son: en primer lugar, integridad, honorabilidad e imparcialidad como elementos subjetivos esenciales; en segundo lugar, prestigio profesional derivado de su carrera y desarrollo de la misma y, en tercer lugar, exclusividad, lo que obliga a no ocupar otro puesto de trabajo ni, por supuesto, cargo político alguno(28). Es por ello que solamente tendrán acceso al nombramiento de Ombudsman aquellas personas que puedan demostrar reconocido prestigio, resultado de una trayectoria profesional sólida e intachable, así como una gran capacidad y conocimiento probado en el sector, sin que en absoluto se deba exigir la condición de jurista.

Actualmente, la percepción social que prima sobre esta figura del Ombudsman es positiva, puesto que evoca seguridad, protección y libertad, y está enraizada en las ideas de protección de los derechos de las personas y de democracia(29).

2.2. El Ombudsman y su papel en sectores específicos: el Ombudsman bancario

Aun cuando el Ombudsman surge con una vocación concreta y diríamos que general de tutela, su buen hacer a lo largo de estos siglos ha ido gestando la incorporación de figuras semejantes en determinados sectores del ordenamiento jurídico y en relación con determinados conflictos jurídicos.

Muy probablemente este dinamismo del Ombudsman va claramente interrelacionado con la exigencia de determinados ámbitos jurídicos de sectores específicos, más allá de los tribunales, de una suerte de vías privilegiadas de solución de conflictos. Ciertamente, algunos ámbitos se caracterizan por su complejidad técnica, como sucede con el sector de las telecomunicaciones, la energía, o el específico ámbito bancario, lo

---

(27) Al respecto, BUCK, T.; KIRKHAM, R.; THOMPSON, B.: *The Ombudsman Eenterprise and Administrative Justice,* Ashgate Publishing, Canadá, 2011, pp. 223-226.

(28) GAO (US GENERAL ACCOUNTING OFFICE): «The role of the Ombudsman in Dispute Resolution», *GAO-01-466,* EE.UU., 2001, pp. 10-11.

(29) KUCSKO-STADLMAYER, G.: «The Spread of the Ombudsman Idea in Europe», *IOI Publications world conference Stockholm 2009,* encontrado en: <http://www.theioi.org/publications/the-stockholm-2009-conference-papers>, consultado el día 10 de octubre de 2012. El autor señala, literalmente: «All over the world, the very word "ombudsman" evoques feelings of security, protection and freedom. Today, the constitutional ombudsman concept is —like the independent judiciary— intrinsically tied to the ideas of democracy, rule of law and human rights».

Revista DBB 130.indb 282 26/09/13 10:38

que va llevando a que, ante un problema, y de conformidad con la filosofía de no litigar, se prefiera acudir a un experto, un profesional de la materia concreta, sea o no jurista, para alcanzar una solución más adaptada a las necesidades y exigencias derivadas de la propia controversia. Ante esta realidad, probablemente desbordante del propio modelo jurisdiccional, la función del Ombudsman ha ido evolucionando, perfeccionándose y adaptándose a otros sectores[30], destacándose al respecto su incorporación a ámbitos como pensiones, seguros, telecomunicaciones, hospitalario, financiero, etc., siendo a este último al que vamos a dedicar las páginas que siguen.

Como acertadamente indica la doctrina, «entre los ADR se menciona […] la implantación de mecanismos de sujeción a la opinión de expertos independientes, que en litigios de trasfondo técnico es la forma más lógica y racional de resolver las controversias»[31]. Así pues, los clientes de las instituciones bancarias, ante una controversia nacida en el marco de la contratación bancaria y en el desarrollo de la actividad comercial propia de este sector, prefieren acudir, antes que a un juez, a un tercero imparcial, pero a la vez experto en esta compleja materia, para obtener una solución más adecuada[32].

Por tanto, los consumidores de productos y servicios bancarios acuden, cada vez más, a las técnicas ADR para resolver las disputas que mantienen con las instituciones bancarias. Y este hecho no sólo se debe a que las ADR son un medio más rápido, ágil y económico que la vía judicial, sino también a que brindan a los consumidores la oportunidad de acceder a esa justicia tan deseada respecto de asuntos que, por su escasa importancia, no llevarían ante los tribunales.

Destacamos que fue en Suiza donde apareció por vez primera un Ombudsman específico para un sector concreto y más complejo[33]. Fue el conocido como *Versicherungsombudsmann*, establecido en el año 1972 como una organización privada e independiente en el sector de los seguros[34]. En otros ámbitos, como el sector banca-

---

(30) Para conocer gran parte de los tipos de Ombudsman que hay en Suiza, véase la lista (con toda la información y links) de ellos contenida en la web oficial: <http://www.vd.ch/autorites/mediation-administrative/liens-utiles/mediations-et-ombudsmans/>, consultada el día 15 de octubre de 2012.

(31) ORTUÑO MUÑOZ, J.P.; HERNÁNDEZ GARCÍA, J.: «Sistemas alternativos a la resolución de conflictos (ADR): la mediación en las jurisdicciones civil y penal», *op. cit.*, p. 31. Los autores continúan diciendo: «[…] se trata […] de la emisión de una opinión científica encargada por las dos partes que, además, no es vinculante, por lo que tiene la ventaja de que si una de las partes considera que el experto ha emitido el dictamen con base en algún error, no está obligada a someterse a él ni a aceptar la solución ofrecida, sino que puede acudir a la vía judicial para exponer sus razones, ante la que ya se partirá de un trabajo previamente hecho».

(32) En este sentido, véanse, BLANCO CARRASCO, M.: «La alternativa de la mediación en conflictos de consumo: presente y futuro», *Anuario Jurídico y Económico Escurialense,* XLII, San Lorenzo del Escorial (Madrid), 2009, p. 131, PETRAUSKAS, F.; GASIŪNAITĖ, A.: «Alternative Dispute Resolution in the field of consumer financial services», *Jurisprudencia,* vol. 19 (1), 2012, pp. 179-194.

(33) Si bien con anterioridad el ordenamiento jurídico sueco había creado otros Ombudsman, con idénticas funciones a los Comisionados, pero con finalidades específicas. El primero de éstos fue el «ombudsman de la libertad de empresa», creado en el año 1954.

(34) Sobre el Ombudsman en el sector de seguros en Suiza y un análisis comparativo con otros países, no sólo europeos, sino también de América Latina, véase, JARAMILLO JARAMILLO, C.I.: *Solu-*

Revista DBB 130.indb 283 26/09/13 10:38

rio, el primer país en establecer un Ombudsman fue Reino Unido, en 1986, a iniciativa de 17 bancos británicos(35). En España, el Servicio de Reclamaciones del Banco de España, cuyas funciones se corresponden con las del Ombudsman bancario de los otros países europeos, se creó en el año 1987 por medio de una Orden Ministerial(36). En Suiza, por su parte, el *SwissBanking Ombudsman* fue creado en abril de 1993.

En este artículo nos vamos a centrar en esta figura del Ombudsman bancario, concretamente en su función en el marco del funcionamiento de la banca suiza y en su papel como mediador entre las instituciones financieras y sus clientes.

3. EL PAPEL DEL DENOMINADO *SWISS BANKING OMBUDSMAN*

En el ámbito bancario existe un país —Suiza— que ha venido destacando en los últimos tiempos por su enorme proyección y reconocimiento mundial. Ofrece innumerables aspectos que han acogido pioneras instituciones, no sólo por ser los primeros sino también por su experiencia práctica. Precisamente, la institución del *Swiss Banking Ombudsman* obedece a estas características y ofrece innumerables aportaciones de interés en relación con el papel que desempeña en la resolución de conflictos surgidos en el ámbito bancario.

Sin embargo, para poder hablar del *Swiss Banking Ombudsman* u Ombudsman bancario suizo (en adelante, *Banking Ombudsman*), creemos que es importante señalar, sucintamente, qué se entiende por «banco» en el ordenamiento jurídico suizo y qué categorías de bancos existen.

Así, el término «banco» engloba todos los intermediarios financieros que se rigen por la Ley bancaria suiza. Además, siguiendo el artículo 2.a) de dicha Ley, la definición de los bancos que están sujetos a inscripción incluye todas las instituciones públicas que solicitan dinero de terceros a los efectos de su custodia(37). En esta defi-

---

ción alternativa de conflictos en el seguro y en el reaseguro, Pontificia Universidad Javeriana, Colección Internacional núm. 1, Bogotá, 1998, pp. 135-136.

Véanse también, <http://www.versicherungsombudsmann.de/home.html>, consultada el día 12 de octubre de 2012. Sobre el Ombudsman general suizo, véase la información sobre el «Bureau cantonal de médiation administrative» para la región del Cantón de Vaud en: <http://www.vd.ch/index.php?id=36220>, para la región de Zurich en: <http://www.ombudsmann.zh.ch/>, para la ciudad de Basel en: <http://www.ombudsstelle.bs.ch/>, y para el Cantón Zug en: <http://www.ombudsstelle-zug.ch/>, consultadas todas el día 12 de octubre de 2012.

(35) Véase la web oficial del *Banking Ombudsman* en Reino Unido, <http://www.financial-ombudsman.org.uk/>, consultada el día 10 de octubre de 2012. Véase también, LEIBOWITZ, D.; LESTER, C.: «Banking and finance disputes», en AA.VV.: *ADR and Commercial Disputes, op. cit.*, pp. 32-35.

(36) Esta Orden Ministerial fue sustituida posteriormente por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, que regula este aspecto en el artículo 48.2.

(37) KPMG: «Swiss Federal Ordinance on Banks and Saving Banks», encontrado en: <http://www.kpmg.com/CH/de/Library/Legislative-Texts/Documents/pub_20090101-BankO.pdf>, consultado el día 18 de octubre de 2012.

La definición original reza así: «[…] includes all institutions that publicly solicit third-party money for the purposes of safekeeping».

Revista DBB 130.indb 284 26/09/13 10:38

nición también están incluidos los intermediarios financieros no bancarios, llamados *non-bank financial intermediaries*.

Suiza tiene un sistema bancario basado en la banca universal, es decir, no existe distinción alguna entre los bancos comerciales y las empresas de valores. Por tanto, los bancos pueden ofrecer cualquier clase de producto o servicio, pudiendo actuar como compañías de inversión, corredores de Bolsa, etc. El organismo regulador de todo el sistema bancario es un órgano administrativo, la Comisión Federal Bancaria (*Federal Banking Commission)*, que se encarga de supervisar a los bancos, a las Bolsas de Valores, etc.[38].

En la organización bancaria suiza también ha tenido que ver la propia organización política del país. Así, Suiza es una República federal compuesta por 26 cantones[39], cada uno de los cuales tiene potestad para elaborar leyes. Precisamente, una de las categorías que se contemplan en el sector bancario suizo es la Banca Cantonal con base estatutaria en dichas leyes cantonales. Todo ello combinado con bancos estructurados como cooperativas, bajo la denominación de *Raiffeisen Banks,* y bancos privados que se estructuran como empresas individuales o sociedades limitadas y cuyos dueños tienen responsabilidad ilimitada en relación con su patrimonio personal. Igualmente conviven con los bancos extranjeros, a los que se les exige hallarseregistrados en la Asociación de Bancos Extranjeros en Suiza *(Association of Foreign Banks in Switzerland)*[40].

Los valores que se han querido asentar en el sistema bancario y financiero suizo han sido «la estabilidad, la universalidad, la excelencia y el sentido de la responsabilidad»[41]. Ello no es óbice a que surjan discrepancias, disentimientos, problemas o controversias en el marco de la actividad comercial que pueden desencadenar relaciones jurídicas tormentosas que no benefician en absoluto a la Banca suiza en general. Así, como pieza indiscutible de calidad de la Banca suiza y para la tutela de todos sus clientes se crea el *Banking Ombudsman* para resolver los conflictos que pudieran surgir desde el sector bancario con ellos. Por tanto, el *SwissBanking Ombudsman* se consti-

---

Véase también SWISS BANKERS ASSOCIATION: «Compendium 2010: The Swiss Banking Sector», encontrado en: <http://shop.sba.ch/11116_e.pdf>, consultado el día 18 de octubre de 2010, p. 35.

(38) WOOD, P.R.: *Regulation of International Finance,* Sweet&Maxwell, ReinoUnido, 2007, p. 256. En las siguientes páginas el autor explica, esquemáticamente, todos los productos que ofrecen los bancos y su regulación en las leyes suizas.

(39) <http://www.swissworld.org/es/politica/informacion_general/los_cantones/>, consultada el día 15 de octubre de 2012.

(40) Al respecto de las categorías en que se dividen los bancos, véanse, ASSOCIATION SUISSE DES BANQUIERS: «Compendium 2010: The Swiss Banking Sector», *op. cit.,* pp. 36-39 y <http://www.swissbanking.org/fr/home/finanzplatz-link/bankengruppen.htm>, consultado el día 17 de octubre de 2012.

(41) ASSOCIATION SUISSE DES BANQUIERS: «Rapport Annuel 2011/2012», encontrado en: <http://www.swissbanking.org/en/home/publikationen-link/shop.htm>, consultado el día 18 de octubre de 2012, p. 34. El texto reza literalmente: «Les valeurs qui distinguent la Suisse et sa place financière depuis cent ans et plus dans la concurrence internationale sont notamment la stabilité, l'universalité, l'excellence et le sens des responsabilités».

Revista DBB 130.indb 285 26/09/13 10:38

tuye como un mediador independiente[42], por cuanto en esencia aplica la técnica de la mediación para trabajar con las partes tratando de gestionar el conflicto y en su caso solucionarlo mediante acuerdo entre ellas.

3.1. El *SwissBanking Ombudsman* como institución

Como se ha indicado *supra*, esta institución fue instaurada hace ya casi 20 años, estando dirigida, en primer lugar por Alois Dobler y, desde agosto de 1995, por Hanspeter Häni. Pero Häni no está solo en esta ardua tarea, sino que está respaldado por un equipo multilingüe en el que se incluyen abogados, economistas y expertos en banca, lo que hace que sea percibida por la clientela como una institución con autoridad y credibilidad. Todos los servicios prestados son gratuitos para los clientes. Y su misión consiste en recibir las quejas que los usuarios de la banca pudieran plantear y, sobre todo, mediar entre las dos partes en conflicto en busca de soluciones por la vía extrajudicial.

El *Banking Ombudsman* está financiado por la *Fondation Ombudsman des banques suisses* (Fundación del Ombudsman bancario)[43], establecida por la *Association Suissse des banquiers* (Asociación de banqueros suizos)[44], lo que atribuye un apoyo institucional esencial para el reconocimiento y el buen nombre de la institución del Ombudsman, amén de velar por el cumplimiento y misión del papel que desempeña a ésta.

Por tanto, vemos que detrás de la figura del *Banking Ombudsman* hay dos instituciones que le dan apoyo, la Asociación de banqueros suizos y la Fundación del Ombudsman bancario. Consideramos importante conocer cuál es el papel que desempeñan y su relación con el *Banking Ombudsman* en la resolución de los conflictos.

En primer lugar, la Asociación de banqueros suizos fue creada, como una asociación de comercio, en Basilea el 16 de noviembre de 1912 bajo la denominación *Association des Représentants de la Banque en Suisse.* Pero fue renombrada en 1919. Esta Asociación es la organización marco del centro financiero de Suiza[45]. Pertenecen a ella casi 350 bancos miembros y unos 18.000 miembros individuales[46]. Esta institu-

---

(42) «http://www.bankingombudsman.ch/en», consultado por última vez el día 18 de octubre de 2012. El Ombudsman en Suiza fue establecido por primera vez en 1971. Pero su utilidad conllevó que se aprobara un Proyecto de Ley en 1977, por el que se instauró el Ombudsman en Suiza, concretamente en el Cantón de Zurich. Es en esta ciudad donde hoy se encuentra localizado el Banking Ombudsman.

(43) Véase la web oficial de la «*SwissBanking Ombudsman Foundation*»: <http://www.bankingombudsman.ch/en/foundation, consultada el día 18 de octubre de 2012>.

(44) Véase la web oficial de la Asociación: <http://www.swissbanking.org/fr/>.

(45) La propia Asociación define su objetivo de la siguiente manera: «L'ASB a pour objectif essentiel de garantir et de promouvoir des conditions-cadre optimales pour la place financière suisse, en Suisse comme à l'étranger».

(46) ASSOCIATION SUISEE DES BANQUIERS: «Rapport Annuel 2011/2012», *op. cit.,* p. 32. En este informe también se hace referencia a la cifra que había en su momento de constitución en el año 1912. Se indica que la Asociación estaba constituida por 319 miembros y representantes de 159 establecimientos financieros. Esto denota el gran auge de la banca en Suiza.

Revista DBB 130.indb 286 26/09/13 10:38

ción ha sido y es fundamental para el *Banking Ombudsman*. Decimos que lo ha sido porque fue la que estableció la Fundación que posteriormente eligió e instaló la oficina de un Ombudsman para una rama tan compleja como la bancaria. Por otro lado, afirmamos que lo es, porque solamente los clientes de aquellos bancos que pertenezcan a esta Asociación podrán acceder al *Banking Ombudsman* en caso de que tengan algún problema, cuestión, evidentemente, nada baladí.

En segundo lugar, la Fundación del Ombudsman bancario es la fundación a la que hemos hecho referencia *supra.*Cumple una tarea importante con respecto al *Banking Ombudsman*, puesto que la misión de elegir al Ombudsman le ha sido conferida a su Consejo, compuesto por personalidades ilustres como Cancilleres, Consejeros, directivos de Bancos, etc.[(47)].

3.2. Líneas generales del procedimiento

En Suiza, el *Banking Ombudsman* se ha constituido como un mediador independiente, que, además, debe cumplir los requisitos de neutralidad e imparcialidad. Pero también debe cumplir con una obligación adicional: la obligación de proporcionar discreción, lo que implica en la práctica que no podrá contactar con el banco sin el permiso del cliente que ha reclamado, que, traducido a términos de ADR, quedaría avalado con la exigencia del principio de confidencialidad.

Por tanto, no actuará ni como juez ni como árbitro, sino que, como tercero imparcial, objetiva y subjetivamente, su función es liderar el proceso de negociación, ayudando a las partes a trabajar sus diferencias de un modo satisfactorio. Para ello hace uso de sus aptitudes y su conocimiento para comprender mejor la esencia del problema y poder ayudar y guiar a las partes a encauzar correctamente la controversia. Sin embargo, son las partes las que deciden cómo resolverla, siendo que el mediador no puede forzar la situación, puesto que debemos recordar que el mediador actúa *inter partes* y no *supra partes.* Aquí lo importante deja de ser quién gane o quién pierda, puesto que las dos partes ganan algo, al encontrar una solución basada en el consenso, aun entendiendo que no todas las pretensiones serán satisfechas.

El *Banking Ombudsman* tiene competencia para conocer de cualquier disputa o reclamación relativa a la pérdida ocasionada a un cliente de un banco perteneciente a la Asociación de banqueros suizos. Sin embargo, no tiene capacidad alguna sobre las cuestiones relativas a la política comercial o de precios, y tampoco tiene facultades para poder influir sobre ellas. Es importante, por ello, identificar en los terceros expertos los lindes competenciales que se les atribuyen.

Con respecto a quiénes están legitimados para acceder a esta institución, ya hemos señalado que solamente podían hacerlo los clientes de los bancos miembros de la

---

(47) SCHOCH, O.: «ADR in banking: The Swiss Ombudsman Foundation», en AA.VV.: *Arbitration in Banking and Financial Matters,* ed. por KAUFMANN-KOHLER, G.; FROSSARD, V., ASA, Basilea, 2003, pp. 77-79. Para ver lista con los miembros del Consejo, véase, <http://www.bankingombudsman.ch/fr/fondation>, consultada el día 18 de octubre de 2012.

Revista DBB 130.indb 287 26/09/13 10:38

Asociación de banqueros suizos. Sin embargo, creemos conveniente indicar que existe una restricción al respecto, puesto que no puede ayudar con los problemas que afectan a las sucursales o filiales de bancos suizos en el extranjero(48), si bien dichos clientes podrán adherirse a los sistemas extrajudiciales disponibles en los países donde se encuentren esas oficinas, que, en algunos casos, funcionarán de manera distinta al Ombudsman suizo.

Por tanto, el cliente solamente podrá consultar al *Banking Ombudsman* si el banco con el que mantiene el conflicto está localizado en Suiza, si ha sufrido un perjuicio o pérdida económica y si ningún otro organismo está involucrado en el caso, puesto que si alguna autoridad pública participa activamente (oficina judicial, administrativo o fiscalía), no puede conocer del caso. Además, los clientes pueden ser personas individuales o instituciones y también extranjeros o suizos, lo que implica que no hay limitación alguna en este aspecto.

Pero para que estos clientes puedan presentar una reclamación ante el *Banking Ombudsman*(49) es necesario que hayan obtenido, previamente, una resolución de su propio banco sobre la cuestión objeto de disputa. Así, si no está conforme con la solución que le ha dado el banco, puede acudir a esta instancia. Y lo puede hacer por vía telefónica o por escrito(50).

Muchas preguntas pueden ser resueltas directamente, ya sea mediante la aclaración de la situación o explicando un procedimiento más complejo paso a paso. Sin embargo, cuando no son resueltas de esta forma, el *Banking Ombudsman* deberá analizar la información contenida en la reclamación y, en su caso, solicitará al cliente la aportación de otros datos para obtener una visión más completa.

Así, una vez haya obtenido toda esta información y detalles del cliente, preguntará al banco acerca del asunto concreto con la finalidad de que éste le proporcione su versión de los hechos. En este caso también podrá, cuando lo estime oportuno, requerir al banco para que le proporcione más información o alguna clase de documentación, necesaria para poder trabajar con las partes en la consecución de un acuerdo.

Finalmente, cuando disponga de toda la información, de ambas partes, lógicamente el *Banking Ombudsman* puede formarse una opinión libre al respecto, promover mejor la discusión entre las partes y proponer una solución, sin que ésta pueda en absoluto ser impuesta a las partes.

Todo el proceso llevado a cabo en esta instancia suele durar entre uno y dos meses, en función de la complejidad del caso. Es aquí donde percibimos la gran ventaja

---

(48) <http://www.bankingombudsman.ch/en/enquiries/restrictions>, consultado el día 17 de octubre de 2012.

(49) Sobre el procedimiento a seguir parar presentar una reclamación véase la información en la web de la Comunidad por la resolución de disputas: <http://baseswiki.org/en/Banking_Ombudsman,_Switzerland>, consultado el día 13 de octubre de 2012.

(50) Sobre el formato y contenido de la reclamación, véase, <http://www.bankingombudsman.ch/en/enquiries/checklist>, consultado el día 18 de octubre de 2012.

Revista DBB 130.indb 288 26/09/13 10:38

de estos medios de resolución de controversias, especialmente si se compara con los costes, tiempo y esfuerzo que estas diferencias traerían en caso de acudir a la vía jurisdiccional. Además, todo y que se tramita a través de un procedimiento bastante simple, nada complejo, se favorece que muchos clientes bancarios hagan uso de estas instituciones antes de acudir a la vía jurisdiccional. Si bien, en caso de disconformidad con la resolución o de no alcanzar un acuerdo, siempre tendrán disponibles los cauces judiciales, puesto que estas técnicas son alternativas a la vía judicial, no sustitutivas, tal y como se fue explicando en el inicio de nuestro trabajo.

Esta posibilidad de acudir a la vía judicial cuando las partes no están de acuerdo con la solución es consustancial a la naturaleza de la mediación que se desarrolla por el *Banking Ombudsman* en cuanto solamente la voluntad de aceptar la propuesta por las partes entraña acudir a los tribunales. No en vano las recomendaciones del Ombudsman son eso, recomendaciones, y no decisiones o resoluciones, por lo que no son vinculantes(51) para las partes, careciendo así de fuerza ejecutiva. En otras palabras, el *Banking Ombudsman* no proporciona opiniones jurídicas o asesoramiento jurídico que deba ser acatado por el banco y el cliente.

Ello nos lleva a hacer una breve referencia al valor jurídico del acuerdo precisamente porque los acuerdos resultantes tras la mediación del *Banking Ombudsman* no son inmediatamente ejecutables, por lo que las partes podrán o no cumplir con lo fijado en la decisión, conforme a su voluntad(52), esto es, las partes tienen libertad para decidir si desean conformarse a la propuesta o si deciden entablar acciones judiciales. Si bien merece la pena destacar que en la mayoría de los casos estos acuerdos son adoptados por las partes sin necesidad de recurrir a otras instancias o procedimientos.

Anualmente el *Banking Ombudsman* debe preparar un informe sobre sus actividades. Estos informes nos parecen de gran utilidad puesto que en ellos se incluyen ejemplos de casos que nos proporcionan una visión interna del funcionamiento de este procedimiento extrajudicial tan eficaz y de su realidad con datos. Precisamente, y gracias a estos informes, hemos podido comprobar que, tras el inicio de la crisis económica, el número de quejas y reclamaciones se ha visto considerablemente incrementado. La disconformidad manifiesta de los clientes por el servicio que reciben de los bancos, en especial en lo relativo a la falta de información de los productos y servicios que ofertan y a los riesgos que de ellos se derivan, por un lado, y el mayor conocimiento por parte de los consumidores de la existencia y funcionamiento de estos métodos de

---

(51) WARE, S.J.: *Principles of Alternative Dispute Resolution, op. cit.*, p. 7.

(52) Al respecto, véase, INTERNATIONAL TRADE CENTRE UNCTAD/WTO (ed. por G. LOADES): *Arbitration and Alternative Dispute Resolution: How to settle international business disputes,* International Trade Centre, Ginebra, 2001, pp. 33-41. En estas páginas se explica, brevemente y en términos generales, los procedimientos seguidos en el arbitraje, en la conciliación y en la mediación.

En España, por ejemplo, para su conversión en título ejecutivo se requiere su elevación a escritura pública. Además, para poder ser ejecutables, deben pasar por un control de legalidad, puesto que se ha de verificar que el contenido del acuerdo no es contrario a derecho. Este control se realiza en una doble instancia: primero se realiza un control notarial, y posteriormente, un control judicial para los casos en que se solicite judicialmente su ejecución.

Revista DBB 130.indb 289 26/09/13 10:38

resolución de conflictos, por el otro, han sido las causas determinantes para que los conflictos bancarios en Suiza se hayan hasta triplicado(53).

Esta situación hace que consideremos imprescindible seguir fomentando el uso de los sistemas extrajudiciales de resolución de conflictos, tanto en el sector bancario como en otros ámbitos igualmente complejos. Y ya no sólo porque sean una vía más rápida que la judicial o presenten mayores ventajas, sino porque permiten a los consumidores acudir a un experto en temas bancarios. Pero este experto no asume exclusivamente el reto de resolver la disputa, como puede hacer un juez, sino que va más allá, al tratar de guiar a las partes para favorecer un pacto o acuerdo, beneficioso para ambas.

A nuestro parecer, los defensores del cliente bancario han realizado, y continúan hoy en día haciendo, una labor realmente positiva y beneficiosa, tanto para los clientes como para los bancos. Entendemos que su labor tiene repercusiones en un doble sentido: por un lado, permite disminuir la litigiosidad mediante la resolución de los problemas que surgen entre las instituciones bancarias y sus clientes y, por otro lado, provee a estos consumidores de servicios y productos bancarios de un sistema ágil y rápido de resolver los conflictos. Y todo ello mediante un procedimiento muy sencillo y flexible, que hace que resulte mucho más atractivo que el proceso judicial e, incluso, que otros métodos ADR. Todo lo cual nos lleva a destacar la importancia de esta figura del Ombudsman para hacer realidad esa filosofía de no litigio, mediante el fomento de la resolución amistosa de los conflictos, contribuyendo también así a la mejora de la convivencia social.

(53) Véase la web oficial de la unidad empresarial de la sociedad suiza de radiodifusión y televisión: <http://www.swissinfo.ch/spa/economia/Se_triplican_en_dos_anos_litigios_contra_los_bancos_suizos.html?cid=17994910>, consultada el día 15 de octubre de 2012. Concretamente, indica que para el año 2009, el Ombudsman suizo de la banca arbitró 4.747 expedientes de clientes quejosos de abusos bancarios, el dato más alto en los 17 años de vida que tiene este organismo. Son tres veces más casos que en 2007, el año previo a la crisis de las *subprime*.

Revista DBB 130.indb 290 26/09/13 10:38

JURISPRUDENCIA

DELIMITACIÓN DEL ERROR EN LOS CONTRATOS DE SWAP

CELIA MARTÍNEZ ESCRIBANO

Profesora Titular de Derecho Civil

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 21 de noviembre de 2012 (*)

RESUMEN

En los últimos tiempos es frecuente encontrar sentencias que anulan contratos de swap por error como vicio del consentimiento. Sin embargo, la STS de 21 de noviembre de 2012, referida también a un contrato de swap, niega la existencia del error sin entrar en contradicción con los otros pronunciamientos. Ello se debe a un planteamiento distinto del error en este caso, basado en la previsión que tenía una de las partes sobre el comportamiento de los tipos de interés, mientras que en los otros supuestos el error recaía sobre el objeto y naturaleza del contrato. La aleatoriedad en la fluctuación de los tipos de interés no puede ser base del error, aunque si el error en las expectativas de una de las partes tiene su origen en la deficiente información suministrada por la otra parte, tal vez pudiera darse un caso de dolo omisivo.

Palabras clave: *Vicios del consentimiento, error, contrato aleatorio, especulación, dolo omisivo, información deficiente.*

ABSTRACT

In current times it is usual to find sentences voiding swap contracts due to mistake as a vice of consent. Nevertheless, the sentence of the Supreme Court of November 21st 2012, related to a swap contract, refuses the existence of mistake without contradiction with other judicial decisions. The reason is a different treatment of mistake in this case, based in the expectations of one party about the behavior of interest rates, while in other cases the mistake was focused on the object and nature of the contract. Randomness in the fluctuation of interest rates cannot be in the base of the mistake. But if this mistake related to the expectations of one party has its origin in deficiencies in the information provided by the other party, it may be a case of misrepresentation.

Keywords: *Vice of consent, mistake, aleatory contract, speculation, misrepresentation, deficient information.*

(*) Sentencia núm. 683/2012. Ponente: Excmo. Sr. José Ramón Ferrándiz Gabriel (RJ 201211052).

Revista DBB 130.indb 293 26/09/13 10:38

FUNDAMENTOS DE DERECHO

«PRIMERO

Breve resumen de los antecedentes.

Concha Estrada, SL y Banco Español de Crédito, SA celebraron, el ocho de marzo de dos mil cinco, dos contratos por virtud de los que ambas partes quedaron obligadas a "intercambiarse entre sí el pago de cantidades resultantes de aplicar ciertos tipos fijos y un tipo variable sobre un importe nominal, durante el periodo de duración pactado para la operación", en las condiciones establecidas de mutuo acuerdo —fechas de inicio y vencimiento, periodos de cálculo y fechas de pago—.

Ambos contratos vinieron a sustituir a otros dos, de igual contenido, que habían estado en funcionamiento desde hacía un año y quedaron anticipadamente extinguidos por voluntad de las partes.

Ha de indicarse, para poner de relieve el significado meramente especulativo de la operación, que el importe nominal de los capitales convenidos en los contratos de dos mil cinco —al igual que había sucedido en los del año anterior—, esto es, un millón ochocientos tres mil euros (1.803.000 #), en uno, y setecientos cuarenta y nueve mil euros (749.000 #), en el otro, constituyeron, por voluntad de las partes, una mera referencia contable sólo tomada en consideración para el cálculo de los intereses durante la vigencia de las relaciones contractuales.

Con esos antecedentes, Concha y Estrada, SL, disconforme con el resultado económico de los contratos —en particular, con dos cargos aplicados a su cuenta por Banco Español de Crédito, SA, causados en la liquidación de los cancelados y sustituidos— dedujo diversas pretensiones referidas a las denominadas «permutas financieras de tipos de interés con tipo fijo creciente en rango» perfeccionadas en el año dos mil cinco. No obstante, la falta de precisión del contenido del escrito, determinó al Tribunal de apelación, como antes había hecho el Juzgado de Primera Instancia, a interpretarlo y a declarar que la cuestión litigiosa planteada por la demandante consistía, exclusivamente, en decidir si debían ser anulados los dos contratos, por haber prestado la demandante el consentimiento viciado por error, y, en su caso, en determinar las consecuencias del éxito de la pretendida anulación.

Ese dilema lo resolvió el Juzgado de Primera Instancia con una sentencia desestimatoria de la demanda. Por el contrario, la Audiencia Provincial estimó la pretensión reproducida, como apelante, por Concha y Estrada, SL y anuló los contratos, con la condena de Banco Español de Crédito, SA a la restitución de lo percibido con causa en ellos.

Contra la sentencia de apelación interpuso Banco Español de Crédito, SA recurso de casación, por dos motivos.

SEGUNDO

Las razones de la decisión estimatoria del Tribunal de apelación y su influencia en la delimitación del ámbito objetivo de la casación.

I. La Audiencia Provincial localizó el error vicio padecido por Concha Estrada, SL —en el sentido de formación de su voluntad defectuosamente a causa de un conocimiento equivocado o un desconocimiento de la realidad— en una creencia inexacta sobre los resultados económicos de los contratos.

En concreto, declaró que la causa del error fue la insuficiente información suministrada por Banco Español de Crédito, SA sobre dichas consecuencias. Así, en su fundamento de derecho séptimo, la sentencia recurrida puso de manifiesto cuál era la información que hubiera resultado relevante para Concha y Estrada, SL y fue omitida por la entidad de crédito: "[...] la relativa a la previsión razonada y razonable del comportamiento futuro del tipo variable referencial", única con la que "el cliente puede valorar con conocimiento de causa si la oferta del banco, en las condiciones de tipos de interés, periodo y cálculo propuestas, satisface o no a su interés".

No negó el Tribunal de apelación que Banco Español de Crédito, SA hubiera informado al respecto a su cliente, pero sí que los datos suministrados fueran suficientes. Según se afir-

Revista DBB 130.indb 294 26/09/13 10:38

ma en la sentencia recurrida estos se limitaron "a las advertencias que se contienen al final del anexo de cada contrato y éstas son insuficientes, pues se reducen a ilustrar sobre lo obvio, esto es, [...] que se establece como límite a la aplicación del tipo fijo un referencial variable [o] que el resultado puede ser positivo o negativo para el cliente, según fluctuación de dicho tipo referencial".

Concluyó el Tribunal de apelación su exposición con una identificación de la materia a la que el error se refería: el cambio de circunstancias acaecido "en el segundo semestre del año dos mil seis", en que el Euribor "sufrió una fluctuación al alza que motivó los desproporcionados resultados negativos sufridos por el recurrente".

II. A esa argumentación, la entidad de crédito recurrente opuso —con ocasión de explicar la razón del segundo de los motivos de su recurso— que la Audiencia Provincial había equiparado el defecto de información —que, en el motivo primero, por su parte, negó tajantemente— con la existencia de un error en el consentimiento.

Tal reproche es cierto en el doble sentido. Por un lado, la sentencia recurrida no contiene datos —que no sean generales sobre los requisitos del error para invalidar el contrato—, al margen del señalado defecto de información adecuada, que permitan identificar, en su esencia y requisitos, la anómala formación de la voluntad de Concha y Estrada, SL en el momento de contratar.

Por otro lado, aunque en muchos casos un defecto de información puede llevar directamente al error de quien la necesitaba, no es correcta una equiparación, sin matices, entre uno y otro, al menos en términos absolutos.

A ello hay que añadir —aunque sólo sea a modo de explicación de que iniciemos el examen del recurso por el motivo segundo, referido al error— que lo que en la demanda se pretendió —según la interpretación judicial, aceptada por los litigantes— fue la anulación de los contratos litigiosos por la concurrencia del repetido vicio, no la declaración de nulidad por la supuesta infracción de normas imperativas relativas a la información que debía proporcionar la entidad de crédito a su cliente; ni la declaración de una ineficacia sobrevenida de los contratos por la desaparición ex post de sus causas concretas por una alteración de las circunstancias tomadas en consideración como base del resultado empírico perseguido por ambas partes con ellos.

III. Como en el motivo segundo del recurso de casación se niega la existencia del error —afirmada, en los términos dichos, por el Tribunal de apelación— hay que iniciar su examen destacando que, si la determinación de los hechos en los que, en la sentencia recurrida, se basa la afirmación del vicio del consentimiento no puede ser variada en casación, este recurso permite, sin embargo, revisar la valoración jurídica hecha en la instancia del supuesto fáctico —sentencias de 18 de febrero de 1985, 4 de diciembre de 1985 , 1200/1994, de 30 de diciembre, 295/2004, de 29 de marzo, 695/2010, de 12 de noviembre, entre otras muchas—.

Como pusimos de manifiesto, entre otras, en la sentencia 532/2008, de 18 de julio, los hechos, necesitados de prueba para que puedan ser considerados como efectivamente acaecidos, constituyen el enunciado de las normas jurídicas que a ellos se aplican, de modo que, además de reconstruidos o fijados en el proceso, tienen que ser puestos en relación con el precepto del que constituyen supuesto, con el fin de identificar su significación jurídica y, por lo tanto, de determinar si reúnen o no las notas que los convierten en relevantes desde tal punto de vista. Se trata, por tanto, de aplicar juicios de valor que aportan criterios adecuados para la subsunción de los hechos probados en el concepto jurídico previsto en la norma, cuyo control no queda fuera de la casación.

TERCERO

Enunciado y fundamentos del segundo de los motivos del recurso.

Denuncia Banco Español de Crédito, SA la infracción de los artículos 1265 y 1266 del Código Civil y de la jurisprudencia que los interpreta, al haber atribuido la sentencia recurrida efecto invalidante de los contratos a un error en el que consentimiento que no reunía los requisitos exigidos para ello.

Revista DBB 130.indb 295 26/09/13 10:38

Alega la recurrente que el Tribunal de apelación se había limitado a exponer, con un razonamiento puramente teórico, cuales eran los requisitos del error, sin determinar, en relación con las circunstancias del caso, en que consistió y cual fue su objeto o materia. Añadió, como se expuso, que dicho Tribunal había equiparado el defecto de información —inexistente, por lo que expuso en el primer motivo— al error vicio, lo que consideraba improcedente al tratarse de dos patologías contractuales diferentes, en su contenido y alcance.

Añade que el Tribunal de apelación no había tenido en cuenta que el error sólo invalida el contrato si la ignorancia o equivocación determinante de la voluntad negocial se produjo en el momento de su perfección, no si recae sobre una variación de los hechos posterior a la mera prestación del consentimiento —como sería una brusca evolución de los tipos de interés producida varios meses después de la firma de las correspondientes pólizas—.

Por último y para el caso de que se entendiera producido el error, negó la recurrente que fuera esencial y excusable y que hubiera determinado causalmente la celebración de los contratos.

CUARTO

Consideraciones generales sobre el error vicio.

Hay error vicio cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta —sentencias 114/1985, de 18 de febrero, 295/1994, de 29 de marzo, 756/1996, de 28 de septiembre, 434/1997, de 21 de mayo, 695/2010, de 12 de noviembre, entre muchas—. Es decir, cuando la representación mental que sirve de presupuesto para la realización del contrato es equivocada o errónea.

Es lógico que un elemental respeto a la palabra dada —"pacta sunt servanda" - imponga la concurrencia de ciertos requisitos para que el error invalide el contrato y pueda quien lo sufrió quedar desvinculado. Al fin, el contrato constituye el instrumento jurídico por el que quienes lo celebran, en ejercicio de su libertad -autonomía de la voluntad -, deciden crear una relación jurídica entre ellos y someterla a una "lex privata" (ley privada) cuyo contenido determinan. La seguridad jurídica, asentada en el respeto a lo pactado, impone en esta materia unos criterios razonablemente rigurosos —sentencia de 15 de febrero de 1977—.

I. En primer término, para que quepa hablar de error de vicio es necesario que la representación equivocada merezca esa consideración. Lo que exige que se muestre, para quien afirma haber errado, como suficientemente segura y no como una mera posibilidad dependiente de la concurrencia de inciertas circunstancias.

II. Dispone el artículo 1266 del Código Civil que, para invalidar el consentimiento, el error ha de recaer —además de sobre la persona, en determinados casos— sobre la sustancia de la cosa que constituye el objeto del contrato o sobre aquellas condiciones de la cosa que principalmente hubieren dado motivo a celebrarlo —sentencias de, 4 de enero de 1982, 295/1994, de 29 de marzo, entre otras muchas—, esto es, sobre el objeto o materia propia del contrato —artículo 1261, ordinal segundo, del Código Civil—. Además el error ha de ser esencial, en el sentido de proyectarse, precisamente, sobre aquellas presuposiciones —respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato— que hubieran sido la causa principal de su celebración, en el sentido de causa concreta o de motivos incorporados a la causa.

III. Es cierto que se contrata por razón de determinadas percepciones o representaciones que cada contratante se hace sobre las circunstancias —pasadas, concurrentes o esperadas— y que es en consideración a ellas que el contrato se le presenta como merecedor de ser celebrado. Sin embargo, si dichos motivos o móviles no pasaron, en la génesis del contrato, de meramente individuales, en el sentido de propios de uno solo de los contratantes, o, dicho con otras palabras, no se objetivaron y elevaron a la categoría de causa concreta de aquel, el error sobre ellos resulta irrelevante como vicio del consentimiento. Se entiende que quien contrata soporta un riesgo de que sean acertadas o no, al consentir, sus representaciones

Revista DBB 130.indb 296 26/09/13 10:38

sobre las circunstancias en consideración a las cuales hacerlo le había parecido adecuado a sus intereses.

IV. Como se indicó, las circunstancias erróneamente representadas pueden ser pasadas, presentes o futuras, pero, en todo caso, han de haber sido tomadas en consideración, en los términos dichos, en el momento de la perfección o génesis de los contratos —sentencias de 8 de enero de 1962, 29 de diciembre de 1978 y 21 de mayo de 1997, entre otras—. Lo determinante es que los nuevos acontecimientos producidos con la ejecución del contrato resulten contradictorios con la regla contractual. Si no es así, se tratará de meros eventos posteriores a la generación de aquellas, explicables por el riesgo que afecta a todo lo humano.

V. Se expuso antes que el error vicio exige que la representación equivocada se muestre razonablemente segura, de modo que difícilmente cabrá admitirlo cuando el funcionamiento del contrato se proyecta sobre un futuro más o menos próximo con un acusado componente de aleatoriedad, ya que la consiguiente incertidumbre implica la asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida, correlativo a la esperanza de una ganancia.

VI. Por otro lado, el error ha de ser, además de relevante, excusable. La jurisprudencia —sentencias de 4 de enero de 1982, 756/1996, de 28 de septiembre, 726/2000, de 17 de julio, 315/2009, de 13 de mayo— exige tal cualidad, no mencionada en el artículo 1266, porque valora la conducta del ignorante o equivocado, negando protección a quien, con el empleo de la diligencia que era exigible en las circunstancias concurrentes, habría conocido lo que al contratar ignoraba y, en la situación de conflicto, protege a la otra parte contratante, confiada en la apariencia que genera toda declaración negocial seriamente emitida.

QUINTO

Aplicación de la expuesta doctrina a las circunstancias que identifican el litigio.

Como quedó señalado al principio, Concha y Estrada, SL y Banco Español de Crédito, SA celebraron dos contratos en sustitución de otros que habían tenido normal funcionamiento desde un año antes. Por virtud de todos ellos y, en particular, de los últimamente vigentes, cada una había quedado obligada a entregar a la otra, en los términos pactados, sumas de dinero determinables según unos parámetros objetivos —futuros aumentos o disminuciones de los tipos de interés—, sobre un capital utilizado como mera referencia contable, invariable durante todo el funcionamiento de las relaciones contractuales.

Por virtud de dichos contratos las partes debían ejecutar unas prestaciones inicialmente determinables, pero cuya determinación quedó sujeta a factores básicamente aleatorios, dada la inestabilidad del índice de referencia utilizado. Cabe decir que la operación financiera, en su conjunto, tuvo un carácter puramente especulativo, en el sentido etimológico de realizada con la esperanza de obtener beneficios basada en las variaciones de los índices utilizados.

De esa naturaleza de la operación tuvo conocimiento la demandante, no sólo por resultar así de los trazos fundamentales de la reglamentación pactada, sino, también, porque fue expresamente informada por la entidad de crédito en lo esencial de los riesgos, tal como consta declarado en la propia sentencia recurrida.

También se dijo que, en dicha resolución se declaró producido un error por omisión de información referida a la fluctuación al alza que sufrió el Euribor en el segundo semestre del año dos mil seis, más de un año después de celebrados los contratos litigiosos.

Sin embargo, no se aportan datos que permitan entender imputada a Banco Español de Crédito, SA una ocultación maliciosa de tal información, en cuyo caso debería hablarse de dolo omisivo —sentencias de 21 de junio de 1978, 26 de octubre de 1981, 18 de julio de 1988, 27 de marzo de 1989, 9 de julio de 1985, 18 de julio de 1988, 28 de noviembre de 1989, 27 de septiembre de 1990, 11 de mayo de 1993, 29 de marzo de 1994, 31 de diciembre de 1998, 569/2003 de 11 de junio, 1279/2006, de 11 de diciembre, 747/2007, de 3 de julio, 233/2009, de 26 de marzo, 289/2009 de 5 de mayo, 30/2010, de 16 de febrero, 129/2010, de 5 de marzo, entre otras muchas— que, al

Revista DBB 130.indb 297 26/09/13 10:38

consistir en un error provocado por una de las contratantes, excedería, en la parte correspondiente, del ámbito objetivo de la controversia que había fijado el Tribunal de apelación en los fundamentos jurídicos de su demanda.

Tampoco se argumenta en la sentencia recurrida sobre la influencia que pudiera haber tenido, en la correcta generación de una operación impulsada por la común voluntad de que el aleas cumpliera un papel determinante de los resultados económicos, el desconocimiento de una futura mutación de las condiciones existentes al contratar, siendo que lo normal es que la incertidumbre excluya la posibilidad de una presuposición razonablemente segura, sustituida por la lógica asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida contrapuesto a la esperanza de ganancia.

Por último, no se expresa en la repetida sentencia, al menos con la claridad precisa para entender bien anulado un contrato, que el error supuestamente sufrido por Concha y Estrada, SL sobre la fluctuación al alza del Euribor en el segundo semestre del año dos mil seis fuera contradictorio con la reglamentación creada con la perfección o génesis de los contratos.

En conclusión, con los hechos declarados probados en la sentencia recurrida no hay base para, aplicando los juicios de valor pertinentes, anular por error los litigiosos contratos».

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.
2. EL CONTRATO DE SWAP: FUNCIONAMIENTO Y RIESGOS.
3. EL ERROR COMO VICIO DEL CONSENTIMIENTO EN EL CONTRATO DE SWAP.
   3.1. El error en el contrato de swap: error sobre el riesgo.
   3.2. La inexistencia de error: STS de 21 de noviembre de 2012.
4. OTRAS VÍAS DE IMPUGNACIÓN POR DEFICIENTE INFORMACIÓN.
5. A MODO DE CONCLUSIÓN.

1. INTRODUCCIÓN

En la STS de 21 de noviembre de 2012 se resuelve sobre la eventual concurrencia de error como vicio del consentimiento en un contrato de swap. La impugnación de estos contratos por error está siendo actualmente una práctica muy frecuente en nuestro país, básicamente porque se trata de productos financieros complejos que se han comercializado con consumidores sin informarles adecuadamente del riesgo que se asume con ellos. La tendencia generalizada de los órganos judiciales españoles está siendo la de estimar la pretensión de anulación del contrato por error planteada por los demandantes, lo cual, a su vez, está dando lugar a una abundante doctrina sobre la materia(1). Sin embargo, en

(1) De modo parecido está ocurriendo con otras prácticas bancarias, como las cláusulas suelo, que no son nulas en sí mismas, sino sólo si se contratan sin la suficiente transparencia, dando lugar a un error invalidante del contrato, como recientemente ha declarado el Tribunal Supremo.

Revista DBB 130.indb 298 26/09/13 10:38

el caso que nos ocupa el Tribunal Supremo niega la existencia de error como vicio invalidante del contrato. Ello no ha de suponer, necesariamente, como veremos, una rectificación de la abundante jurisprudencia menor que anula los contratos de swap por vicio del consentimiento.

Ante esta diversidad de pronunciamientos, resulta interesante contrastar la citada STS con aquellas otras decisiones judiciales que aprecian la concurrencia del error. Las diferentes circunstancias que concurren en este caso por contraposición a los demás supuestos permiten delimitar los perfiles del error en este ámbito, porque su reconocimiento no puede ser automático. Por este motivo, y tras una aproximación al contrato de swap que alcance a sus principales características y el modo en que se ha venido empleando en los últimos tiempos en España, dedicaremos el presente trabajo a analizar comparativamente los casos en que se ha estimado la concurrencia de error y el supuesto planteado en la STS de 21 de noviembre de 2012, a fin de detectar las diferencias entre unos y otro que permitan discernir cuándo y por qué puede apreciarse vicio del consentimiento en este tipo de contratos. Como veremos, también en el supuesto que resuelve el Tribunal Supremo se constata que la información suministrada en la contratación fue deficiente pero, sin embargo, esto no se traduce automáticamente en la apreciación del error. Analizaremos por ello, finalmente, otras consecuencias distintas del error que en su caso se pueden derivar de una información deficiente en la contratación.

2. EL CONTRATO DE SWAP: FUNCIONAMIENTO Y RIESGOS

El swap de tipos de interés o permuta financiera de tipos de interés es un contrato de futuros con un carácter marcadamente especulativo. En los últimos tiempos ha dado lugar a una abundante jurisprudencia y ha merecido la atención de la doctrina por la proliferación de supuestos en los que se ha tratado de dejar sin efecto el contrato sobre la base del error como vicio del consentimiento. El problema parece situarse en el uso del swap más allá de su contexto inicial, y que no fue otro que el de producto derivado contratado por empresas especializadas en la especulación financiera. Superando este contexto, en épocas más recientes se ha convertido en un instrumento de financiación que acompaña en ocasiones a los préstamos hipotecarios de particulares y pymes que han contratado el swap para protegerse frente a posibles subidas de tipos de interés, aunque, como veremos, sus expectativas se han visto frustradas.

Como muestra de la complejidad que reviste este instrumento, basta mencionar, por ejemplo, que el swap se ha calificado como «una herramienta muy sofisticada y sólo apta para aquellos inversores que tengan un amplio conocimiento del mercado financiero». De hecho, está catalogado como un producto de inversión «complejo», según la clasificación realizada por la Mifid (Directiva europea de mercados financieros)[(2)]. Sin entrar ahora en un estudio detallado de su mecánica, de modo simplificado

(2) CAMARERO, J.M., «El swap, un riesgo si necesita financiación», *Inversión*, núm. 740, del 16 al 22 de octubre de 2009, p. 24.

Revista DBB 130.indb 299 26/09/13 10:38

podríamos decir que en el contrato de swap las partes contratantes acuerdan intercambiar los tipos de interés fijados para cada una de ellas respecto de un capital nominal de referencia. Uno de estos tipos de interés es fijo y el otro es variable, de manera que el comportamiento de este último determinará que una de las partes del contrato (el banco o el cliente) tenga que abonar a la otra una cantidad equivalente a la diferencia entre ambos tipos de interés(3).

Coinciden los expertos en apuntar que el swap es un instrumento adecuado cuando se prevé que los tipos de interés van a subir, por cuanto permite contener esta subida, mientras que no resulta nada aconsejable si los tipos bajan, ya que impide al cliente beneficiarse de esta bajada y tendrá que abonar las cuotas correspondientes al tipo fijo pactado, superior al de mercado(4). Pero no hay que perder de vista su carácter especulativo. La decisión de contratar o no un swap se adopta *a priori*, en un entorno incierto, y sin saber claramente si los tipos de interés van a subir o si, finalmente, no lo van a hacer(5), de manera que existe un componente de aleatoriedad que puede llevar a quien lo contrata a sufrir una pérdida económica importante o experimentar una ganancia.

La aleatoriedad y la especulación se anudan, por tanto, a la falta de certeza sobre el comportamiento que van a tener los tipos de interés, cuya evolución se traducirá en un resultado de ganancia o pérdida económica para quien contrata el swap, y un pacto relativo a esta cuestión encuentra perfecta cabida en nuestro ordenamiento jurídico al amparo de la autonomía de la voluntad. Los problemas se plantean en realidad respecto de la información suministrada por la entidad financiera al cliente que contrata el swap, ya que una deficiente información puede derivar en error como vicio del consentimiento, lo que permitiría anular el contrato. Es en este punto donde se concentra actualmente la litigiosidad que centra este estudio.

3. EL ERROR COMO VICIO DEL CONSENTIMIENTO EN EL CONTRATO DE SWAP

La comercialización masificada de swaps, particularmente en el contexto de préstamos hipotecarios concedidos a particulares y a pymes, ha derivado en muchos casos en la anulación del contrato de swap por apreciarse la concurrencia de error como

---

(3) Una aproximación mucho más detallada sobre el funcionamiento del swap puede encontrarse en CREMADES, B.M., «Aspectos legales de las llamadas técnicas de financiación swap», *Diario La Ley*, 1985, pp. 965 y ss., tomo 2; DÍAZ RUIZ, E., «El contrato de swap», *RDBB*, núm. 36, 1989, pp. 733 y ss.; COSTA RAN, L., «El contrato de permuta financiera (swap agreement). Su configuración jurídica y estructura documental», *Revista Jurídica de Catalunya*, núm. 1, 1990, pp. 55 y ss.; CUENCA MIRANDA, J. M., «Los derivados de crédito: el contrato de credit default swap», *RDBB*, núm. 78, 2000, pp. 7 y ss.; JUAN GÓMEZ, M., «Aproximación práctica a la figura del interest rate swap o permuta financiera de tipos de interés», *Diario La Ley*, núm. 7581, 3 de marzo de 2011 (La Ley 1670/2011).

(4) Entre otros, CAMARERO, J.M., *cit*., p. 24; PARDO GATO, J.R. y CASTRO FERNÁNDEZ, J.M., «El swap y las hipotecas», *Inmueble Fiscal,* núm. 105, 2010, p. 83; GARCÍA MORA, A., «Gestión de riesgos de mercado», *El Exportador*, abril 2006, p. 47.

(5) GARCÍA MORA, A., *cit*., p. 47.

Revista DBB 130.indb 300 26/09/13 10:38

vicio del consentimiento. Deficiencias en la información suministrada por parte de la entidad financiera se encuentran en el origen de estas resoluciones judiciales, que han merecido, por otra parte, el interés de la doctrina. Sin embargo, y frente a ello, una reciente STS, Sala Primera, de 21 de noviembre de 2012, niega en el caso concreto la concurrencia de error y mantiene la validez del contrato. El análisis de esta sentencia y su contraposición con aquellos otros supuestos en los que sí se ha apreciado este vicio de la voluntad merecen cierto detenimiento por cuanto permiten un mejor entendimiento y delimitación del error como vicio en este terreno. Veamos en primer lugar los pronunciamientos de la jurisprudencia menor que aprecian la concurrencia del error y a continuación, la reciente STS.

3.1. El error en el contrato de swap: error sobre el riesgo

La complejidad que entraña el swap hace que su contratación con particulares y pymes deba ajustarse escrupulosamente a la normativa que regula el deber de información de la entidad financiera que ofrece este producto. Este tipo de clientes carece de conocimientos especializados en materia financiera, lo que impide que puedan comprender con facilidad el funcionamiento de un producto de elevado nivel técnico. Se produce un desequilibrio en las posiciones ocupadas por el banco y el cliente, con una clara superioridad del primero, que redacta unilateralmente el clausulado del contrato de adhesión conociendo el alcance de su contenido y se lo ofrece a un particular o a una pyme que difícilmente pueden llegar a comprender el significado de este clausulado a través de su lectura. Por eso, la información que suministre la entidad financiera en la contratación resulta especialmente importante por cuanto será la única vía que tiene su potencial cliente para llegar a conocer el funcionamiento y alcance del producto ofrecido y poder formar adecuadamente su voluntad dirigida a la contratación de éste[(6)]. Teniendo en cuenta, además, la confianza que suelen depositar los clientes en el banco, el adecuado cumplimiento del deber de información adquiere especial relevancia.

La Ley de Mercado de Valores, desde la reforma operada por la Ley 47/2007 para trasponer al ordenamiento español la normativa Mifid, contiene en los artículos 79 y siguientes una detallada regulación sobre las obligaciones de información que resultan de aplicación a los contratos de swap. Pero la propia ley excluye la aplicación de estas normas «cuando se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a

(6) La importancia del deber de información del banco en este contexto ha sido resaltada ya por la doctrina. Entre otros, FERRANDO VILLALBA, M.L., «SWAP: Vicios del consentimiento y anulación del contrato», *Diario La Ley*, núm. 7523, 3 de diciembre de 2010 (La Ley 14039/2010), pp. 2 y ss.; MÉNDEZ TOJO, R., «La permuta financiera de tipos de interés o swap: error en el consentimiento o contrato consentido», *Diario La Ley*, núm. 7956, 2 de noviembre de 2012 (La Ley 17300/2012), pp. 3 y ss.; GONZÁLEZ DE LOS SANTOS, M., «El fracaso del swap desde la perspectiva de la formación del consentimiento», *Revista Xurídica Galega*, núm. 67, 2010, pp. 34 y ss.; BARCELÓ DOMÉNECH, J., «La anulación del contrato de swap por error en el consentimiento», *Revista de Derecho Privado*, núm. 4, 2012, pp. 7 y ss.

Revista DBB 130.indb 301 26/09/13 10:38

estándares europeos comunes para entidades de crédito y para la actividad de crédito al consumo, referentes a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información» (artículo 79 quáter). De esta manera nos encontramos con que el swap suscrito en el marco de un préstamo hipotecario quedaría sustraído del cumplimiento de los deberes de información de la LMV y sometido más bien a la legislación bancaria y a la supervisión del Banco de España(7).

Pero el hecho de que esta normativa no resulte de aplicación no es óbice para entender que el banco, también en los casos de contratación de swap en el marco de un préstamo hipotecario, debe ajustarse a las exigencias de la buena fe que con carácter general rigen el Derecho de contratos.

De acuerdo con ello, el principal problema en estos casos radica en el hecho de que normalmente se ha ofrecido la contratación del swap como forma para protegerse frente a las subidas de tipos de interés, transmitiendo al cliente la idea de que es una forma de limitar los efectos perjudiciales de una hipotética subida de los tipos, y llegando, incluso, a hacer creer que lo que se contrata es un seguro frente a estas posibles subidas. Ciertamente, en caso de que el comportamiento de los tipos de interés se desarrollara en este sentido, el swap actuaría a modo de contención de la subida. Pero nada decían los bancos al cliente sobre las consecuencias del swap en el escenario contrario, es decir, de bajada de tipos de interés, donde el swap jugaría de manera claramente perjudicial para el deudor hipotecario, al experimentar un importante incremento de la cantidad que tendría que abonar en concepto de intereses. Es decir, se proporcionaba una información parcial y limitada que no se ajustaba a las verdaderas características del producto, dando una visión sesgada de él que impedía conocer el riesgo realmente asumido. Lo que cree el cliente es que está contratando un seguro que le protege frente a subidas de los tipos de interés, pero nada más(8).

No cabe duda de que en estos casos el proceso de formación de la voluntad del cliente se ve viciado como consecuencia de la deficiente información suministrada por el banco, de manera que consiente en algo que realmente no quiere, en la falsa creencia de que lo que contrata es otra cosa. Cuando menos, nos encontraremos ante un supuesto de error como vicio del consentimiento, que permite dejar sin efecto el contrato cuando sea esencial y excusable, requisitos que concurren habitualmente en estos casos.

No obstante, quizá en algunos casos podría llegar a hablarse, incluso, de dolo como vicio del consentimiento. La doctrina y la jurisprudencia entienden de manera predominante que en estos casos procede la anulación del contrato por error, y sólo excepcionalmente apuntan la posibilidad de que exista dolo(9). Normalmente, en estos su-

---

(7) En el mismo sentido, GONZÁLEZ DE LOS SANTOS, M., *cit*., p. 37.

(8) Así lo han apuntado autores como FERRANDO VILLALBA, M.L., *cit*., pp. 3 y ss.; MÉNDEZ TOJO, R., *cit*., pp. 3 y ss.; GONZÁLEZ DE LOS SANTOS, M., *cit*., pp. 41 y ss.; BARCELÓ DOMÉNECH, J., *cit*., pp. 7 y ss.

(9) FERRANDO VILLALBA, M.L., *cit*., pp. 9 y 11; GONZÁLEZ DE LOS SANTOS, M., *cit*., pp. 44 y 45; BARCELÓ DOMÉNECH, J., *cit*., pp. 41 y ss.

Revista DBB 130.indb 302 26/09/13 10:38

puestos las entidades financieras ofrecen la contratación del swap proporcionando una información parcial que sólo revela el comportamiento del producto financiero en un escenario favorable a la posición del cliente, y sin referirse a la posibilidad contraria. Pero, además, se añade el hecho de que en el contexto en que proliferó la contratación de swaps en préstamos hipotecarios, los tipos de interés habían subido notablemente y la previsión era de una próxima bajada de tipos, previsión que era conocida por las entidades financieras y que, sin embargo, no comunicaron a sus clientes. Este comportamiento provoca, a mi juicio, un cambio de planteamientos y debería entenderse más bien que nos encontraríamos ante un supuesto de dolo y no un error. No se trata simplemente de que se haya contratado un producto especulativo creyendo que se trataba de un seguro frente a subidas de los tipos de interés. En estos casos lo que sucede es que el banco ofrece un producto al cliente sabiendo que es muy probable que los tipos bajen, lo que beneficiaría al banco y perjudicaría al cliente, y se aprovecha de su posición de superioridad en la contratación y su mejor información. No comunica datos relevantes para la formación del consentimiento y, además, hace creer al cliente que lo que contrata es un producto con una finalidad distinta a la real. Si ofrece conscientemente una visión distorsionada del producto que oferta a fin de lograr su contratación y posteriormente obtener una sustanciosa ganancia por la previsible bajada de los tipos de interés, este actuar encaja, en mi opinión, en las maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes con las que se induce a otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho, tal y como refiere el artículo 1269 CC para definir el dolo.

No obstante, y sin perjuicio de los planteamientos conceptuales, desde el punto de vista de la práctica judicial la prueba del dolo reviste una mayor dificultad que el error, lo que tal vez explique que a nivel jurisprudencial la tendencia mayoritaria sea la de apreciar error en este tipo de supuestos. Acreditar que el banco conocía las previsiones relativas al comportamiento futuro de los tipos de interés y, sobre todo, que tenía la intención de engañar cuando proporcionó la información y celebró el contrato, reviste mayor complejidad que la prueba del error sobre la esencia y características del swap, entendido este error como la creencia de que el swap era un seguro frente a subidas de tipos de interés, ignorando la naturaleza especulativa del producto y su comportamiento en caso de bajada de los tipos.

3.2. La inexistencia de error: STS de 21 de noviembre de 2012

La STS de 21 de noviembre de 2012 niega en el caso concreto que exista error como vicio del consentimiento que permita anular el contrato. Sin embargo, no parece que la sentencia contradiga la abundante jurisprudencia menor que viene apreciando la concurrencia de error en contratos de swap. Nos movemos aquí en un contexto muy distinto, que es el que ha llevado al Tribunal Supremo a excluir el error.

En este caso no se trata de un contrato de swap suscrito en el marco de un préstamo hipotecario como forma de eludir las consecuencias perjudiciales en un supuesto de subida de los tipos de interés. Aquí el contrato de swap se suscribe de forma específica como un contrato sobre instrumentos financieros derivados con un claro propósito especulativo. En este ámbito no cabe utilizar las argumentaciones anteriores para

Revista DBB 130.indb 303 26/09/13 10:38

fundamentar el error, ya que en aquellos casos el error invalidante residía en la falsa creencia por parte del cliente de que contrataba un seguro o un instrumento similar a éste con el fin de eludir las consecuencias desfavorables de la subida de tipos de interés, ignorando la verdadera naturaleza especulativa del swap y los riesgos que ello conlleva. Frente a estos supuestos, en el caso que nos ocupa la celebración del contrato se realiza con un claro propósito de especulación, pero la empresa demandante, Concha Estrada, S.L., pretende la anulación sobre la base de un error padecido por la deficiente información suministrada por Banesto con relación a las previsiones razonables de comportamiento futuro del tipo variable referencial.

Es decir, a juicio de Concha Estrada, S.L., cuando contrató el swap con Banesto, la entidad financiera conocía cuál era el previsible comportamiento futuro de los tipos de interés, concretamente la subida de tipos que se produciría en el segundo semestre de 2006 y que acarreaba consecuencias negativas para la demandante y una ganancia para Banesto. La defectuosa información proporcionada por esta última al contratar el swap estaría entonces en el origen del error padecido por Concha Estrada, S.L., lo que permitiría invalidar el contrato.

En el caso concreto parece estar acreditado que hubo un defecto de información adecuada, pero lo que cuestiona el TS es que el defecto de información haya de equipararse de forma automática y absoluta con la producción de un error en la otra parte que permita la anulación del contrato. Puede que la información sea defectuosa y, sin embargo, no exista error o al menos no concurra un error con los requisitos necesarios para ser considerado vicio del consentimiento.

El error, para que permita invalidar el contrato, debe cumplir ciertos requisitos como exigencia necesaria derivada de los principios de seguridad jurídica y de conservación de los contratos. Es decir, no todo error es susceptible de provocar la anulación del contrato. En este sentido, la sentencia analizada invoca los criterios que apuntó el Tribunal Supremo en Sentencia de 15 de febrero de 1977 para apreciar un error invalidante del contrato y valora su posible concurrencia en el caso. Tales requisitos son los siguientes:

1. La representación equivocada debe mostrarse como «suficientemente segura y no como una mera posibilidad». En el caso concreto, el error invocado recaía sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés, en cuanto que existía una previsión de subida cuando el cliente creía justamente lo contrario. Esta representación equivocada, en realidad, se mueve en el terreno de un aleas, un contrato aleatorio, de carácter marcadamente especulativo, y donde, por tanto, no cabe hablar de la certeza y seguridad que se requiere con relación al elemento errado. Lo que sí resulta seguro en este contrato es que se asume un riesgo de pérdida y existe una esperanza de ganancia, pero todo ello dependiendo del comportamiento futuro del Euribor, sobre el que existe una mera especulación y ninguna certeza.

2. El error debe ser esencial. El carácter esencial del error aparece reconocido en el artículo 1266 CC, al establecer que «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

Revista DBB 130.indb 304 26/09/13 10:38

a celebrarlo». El artículo 1266 CC ofrece dos alternativas para entender que hay un error esencial: error en la sustancia y error sobre las condiciones, es decir, un error que recae sobre aquellos motivos que principalmente impulsaron a la celebración del contrato[10]. En este sentido, tal y como viene afirmándose en la jurisprudencia, el error será sustancial o esencial cuando «recaiga sobre las condiciones de la cosa que principalmente hubieran dado motivo a la celebración del contrato, o, en otros términos, que la cosa carezca de alguna de las condiciones que se le atribuyen, y precisamente de la que de manera primordial y básica motivó la celebración del negocio atendida la finalidad de éste»[11].

No es posible que el error en cualquier circunstancia que constituyera un motivo para la celebración del contrato permita impugnarlo por vicio del consentimiento. Es necesario que el error recaiga sobre condiciones o cualidades de la cosa que constituyen la causa principal o determinante del contrato. Ciertamente, Concha y Estrada, S.L., suscribió el contrato de swap con la finalidad de obtener una ganancia, pero, en realidad, el objeto del contrato era un resultado aleatorio que podía corresponderse con las esperanzas depositadas en el contrato o ser todo lo contrario, y cualquiera de las dos opciones había quedado perfectamente contenida en el contrato y comunicada a la otra parte contratante por parte de Banesto. No había duda ni error, pues, con relación a este extremo. Y ello nos lleva a enlazar con el siguiente requisito.

3. Las percepciones o representaciones que cada contratante se hace sobre las circunstancias pasadas, concurrentes o esperadas, si no se objetivan y elevan a la categoría de causa real del contrato, son irrelevantes a efectos del error. Es decir, el error sobre ellas no invalida el contrato, pues son móviles individuales que impulsaron al sujeto a contratar pero que no trascienden a la otra parte, por lo que no se pueden considerar causa del contrato. En este sentido, ha apuntado DE CASTRO Y BRAVO que no pueden tenerse en cuenta los motivos meramente subjetivos, sino sólo los que de manera principal o fundamental hayan motivado la celebración del contrato, es decir, los que hayan sido determinantes para prestar el consentimiento[12].

En el caso concreto, las expectativas que pudiera tener Concha y Estrada, S.L. con relación al futuro comportamiento del Euribor permanecieron en su fuero interno; fueron equivocadas, pero, como no trascendieron a la otra parte al tiempo de celebrar el contrato, no pueden servir de base al error.

4. Las circunstancias erróneamente representadas deben haberse tomado en consideración en el momento de la perfección del contrato, y los nuevos acontecimientos producidos en la ejecución del contrato resultan contradictorios con la regla contractual. En el caso concreto, lo que se pacta es una aleatoriedad. Por tanto, la fluctuación del Euribor, ya sea al alza o a la baja, forma parte de lo pactado y no lo contra-

---

(10) DE CASTRO Y BRAVO, F., «De nuevo sobre el error en el consentimiento», *ADC*, Tomo 41, núm. 2, abril-junio 1988, p. 421.

(11) Entre otras, SSTS, Sala 1.ª, de 17 de julio de 2006 (RJ 2006\6379), 12 de noviembre de 2004 (RJ 2004\6900), 24 de enero de 2003 (RJ 2003\1995), 12 de julio de 2002 (RJ 2002\7145).

(12) *Cit*., p. 437.

Revista DBB 130.indb 305 26/09/13 10:38

viene. Lo que ocurre, simplemente, es que una de las partes contratantes esperaba en su fuero interno un comportamiento distinto del referencial. Pero esto es irrelevante a efectos del error.

5. El error ha de ser excusable. Este requisito no viene impuesto por el Código civil, aunque la jurisprudencia lo viene exigiendo de manera constante. Es importante tener en cuenta la conducta de la persona que padece el error, porque, como apunta la sentencia comentada, no merece protección «quien, con el empleo de la diligencia que era exigible en las circunstancias concurrentes, habría conocido lo que al contratar ignoraba y, en la situación de conflicto, protege a la otra parte contratante, confiada en la apariencia que genera toda declaración negocial seriamente emitida». La excusabilidad va ligada a la idea de culpa, y del mismo modo a como ocurre en otros ámbitos del ordenamiento, el grado de diligencia exigible para determinar si el error es excusable o inexcusable varía en función de que el sujeto sea o no un profesional[13]. Es decir, cuando quien contrata es un perito o profesional del sector, se le exigirá un nivel de diligencia superior que cuando se trate de una persona inexperta.

A través de estos presupuestos ahora comentados, la sentencia concluye que no existe en el caso concreto error invalidante del consentimiento prestado. En síntesis, podemos destacar la idea de que no puede entenderse como error la creencia o expectativa personal de una de las partes sobre que la aleatoriedad del contrato iba a tener un comportamiento concreto y determinado. Moviéndonos en un contexto de aleatoriedad y especulación como ocurre en el swap, el error sobre este punto no puede ser invalidante del contrato, ya que no existe una base cierta para apoyar ninguna creencia personal, ni en relación con la subida de los tipos de interés ni con la bajada de los mismos. Por otra parte, además, esta creencia ha permanecido en el fuero interno de la persona sin elevarse a causa del contrato, y sin llegar a ser conocida y aceptada por la otra parte.

4. OTRAS VÍAS DE IMPUGNACIÓN POR DEFICIENTE INFORMACIÓN

Como ya hemos apuntado, en el caso concreto parece que se produjo una deficiente información de la entidad financiera con carácter previo a la contratación del swap. Una información deficiente puede ser la base del error si entre una y otro existe una relación de causalidad. Sin embargo, en el supuesto analizado, como hemos visto, el error no se consideró invalidante porque, con independencia de esta posible relación causal, que no se llega a analizar en la sentencia, el error invocado no reúne los requisitos necesarios para considerarse vicio del consentimiento. No obstante, lo cierto es que la información suministrada por Banesto parece haber sido defectuosa y ello podría haber tenido alguna repercusión sobre la validez del contrato.

---

(13) OLIVA BLÁZQUEZ, F., «Error en la contratación de un producto financiero atípico de alto riesgo. Comentario a la SAP de Soria de 12 febrero 2004 (AC 2004, 186)», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 13, 2004, p. 223; DE VERDA Y BEAMONTE, J.R., «Algunas reflexiones en torno a la excusabilidad y recognoscibilidad del error en los contratos», *ADC*, Tomo 50, núm. 3, julio-septiembre de 1997, pp. 1233 y ss., y la jurisprudencia que ambos autores citan.

Revista DBB 130.indb 306 26/09/13 10:38

Afirma la STS de 21 de noviembre de 2012 que en este caso, «no se aportan datos que permitan entender imputada a Banco Español de Crédito, S.A. una ocultación maliciosa de tal información, en cuyo caso debería hablarse de dolo omisivo […] que, al consistir en un error provocado por una de las contratantes, excedería, en la parte correspondiente, del ámbito objetivo de la controversia que había fijado el Tribunal de apelación». Es decir, parece que el Tribunal Supremo no descarta la posibilidad de un error motivado por una omisión en la información, un dolo omisivo, aunque no puede pronunciarse sobre este extremo.

Indica MORALES MORENO[14], al analizar el tratamiento jurisprudencial del error, que si éste se debe a maquinaciones dolosas (supuesto de dolo y no de error) o a la confianza provocada por las afirmaciones o la conducta del otro contratante, debe servir para invalidar el contrato. Con relación a esta idea, es importante precisar que la defectuosa información acerca de las bases fácticas sobre las que opera el contrato es un criterio que ha de tenerse en cuenta al ordenar el reparto del riesgo en el contrato, y así, puede haber un error excusable si éste se origina por una defectuosa información de la otra parte contratante. Por tanto, no sólo la culpabilidad o diligencia de quien padece el error ha de ser criterio determinante para decidir sobre la subsistencia del contrato. También hay que tener en cuenta la confianza depositada en la información proporcionada por la otra parte. Y tal confianza debe entenderse que está justificada cuando el contratante profesional o experto suministra al inexperto la información inexacta[15].

En definitiva, un planteamiento distinto de la cuestión, que hubiera puesto el acento en las deficiencias de información en las que incurrió Banesto al contratar, tal vez pudiera haber conducido a un resultado distinto en este caso. Si se pudiera conocer de manera precisa cómo se produjo el defecto de información y éste estuviera conectado causalmente con las creencias erróneas de Concha Estrada, S.L., tal vez podría haberse invalidado el contrato. Si Banesto, por ejemplo, al suministrar la información ocultó datos relevantes que revelaban la previsión de subida de tipos de interés, podría apreciarse una conducta maliciosa de la entidad financiera como causante del error padecido por Concha y Estrada, S.L., y tal vez hubiera podido anularse el contrato sobre la base de esta omisión dolosa. Pero en este caso habría sido el dolo y no el error el que sirviera de base para la anulación del contrato.

En este sentido, deben tenerse en cuenta las normas que regulan el deber de información en la contratación de productos de inversión[16], aunque debemos puntualizar para el caso concreto que estos contratos se firmaron en 2005, y, por tanto, con anterioridad a la modificación de la LMV operada por la Ley 47/2007, que toca de lleno sobre

---

(14) «De la excusabilidad a la imputabilidad en el error», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo 29, 1990, pp. 68 y 69.

(15) En este sentido, MORALES MORENO, A.M., «Comentario a la sentencia de 18 de febrero de 1994», CCJC, núm. 35, abril-agosto 1994, pp. 628 y ss.

(16) En este caso sí se aplica la LMV porque el swap se contrata directamente como producto de inversión y no acompañando al préstamo hipotecario, como sucedía en los casos anteriormente analizados.

Revista DBB 130.indb 307 26/09/13 10:38

esta cuestión. En cualquier caso, y de acuerdo con la regulación anterior a la reforma de 2007, Banesto debía haberse guiado en su actuación sobre la base de la buena fe contractual, manteniendo un comportamiento diligente y preservando la transparencia en interés de sus clientes, velando por los intereses de éstos como si fueran propios. Y, en caso de tener en su poder información relevante con relación a los productos de inversión que ofrece, debería comunicarla a sus clientes. Pero todos estos extremos, que pudieran haber servido, quizás, para apreciar una conducta dolosa por omisiones en la información suministrada, escapan del examen de esta sentencia por falta de datos que permitan al Tribunal Supremo realizar una valoración de ellos.

5. A MODO DE CONCLUSIÓN

La posible anulación de un contrato por vicios del consentimiento sólo procede si se dan los requisitos necesarios y, además, quedan debidamente acreditados. Es fundamental, por tanto, un adecuado planteamiento de la cuestión. Así, si bien en la actualidad es frecuente la anulación de los contratos de swap por error motivado por la deficiente información suministrada por el banco, en el caso concreto no procede resolver de este modo. En el supuesto analizado se pretende la anulación de un contrato de swap sobre la base del error, pero éste se anuda a un extremo respecto del cual el error no puede ser relevante para invalidar el contrato. En un contrato aleatorio, la confianza de que el aleas evolucione en un concreto sentido y después ocurra lo contrario no puede entenderse como error que haya viciado el consentimiento. Sin embargo, una confianza motivada por un dolo omisivo de la otra parte, que proporcionó una información defectuosa, tal vez sí podría llegar a entenderse como vicio del consentimiento si quedara debidamente acreditado.

Revista DBB 130.indb 308 26/09/13 10:38

Noticias

Revista DBB 130.indb 309 26/09/13 10:38

Revista DBB 130.indb 310 26/09/13 10:38

1. El nuevo Plan de Acción de la Comisión Europea en materia en Derecho de sociedades y gobierno corporativo

1. INTRODUCCIÓN

El pasado 12 de diciembre de 2012 La Comisión Europea presentó la versión provisional del documento titulado *«Plan de Acción: Derecho Europeo de Sociedades y Gobierno Corporativo - Un marco legal moderno para accionistas más comprometidos y para compañías sostenibles»*[(1)] (en adelante «el Plan de Acción»).

El origen de este documento lo encontramos en la estrategia más amplia plasmada en la Comunicación que realizó la Comisión Europea el 3 de marzo de 2010: «Europa 2020 – Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador»[(2)]. La actuación en el Derecho de sociedades que ahora se anuncia continúa un método de trabajo similar al que ya quedó recogido en el Plan de Acción del 2003 con un título similar al actual[(3)]. Desde que se aprobó aquel Plan de Acción han sido muy diversas las iniciativas que se han llevado a cabo, con la adopción de Directivas, por medio de la refundición de algunas ya existentes o, como sucede en el caso del gobierno corporativo, a través de la aprobación de recomendaciones que han tenido una influencia decisiva en los distintos sistemas nacionales de gobierno corporativo.

En la introducción se dice que el gobierno corporativo afecta las relaciones entre el equipo de gestión de una sociedad, el consejo de administración, los accionistas y el resto de s*takeholders*, es decir, los demás interesados en la marcha de la sociedad por una vinculación distinta que la que resulta del capital social. El gobierno corporativo determina cómo están gestionadas las compañías y cómo se controla esa gestión. Hasta ahora, el modelo europeo de gobierno corporativo ha dado lugar a una combinación de normas legales y de *soft law.* Este último se ha concretado en los distintos *«códigos»* de buen gobierno corporativo que como principal mecanismo de adopción comparten el principio de *cumplir o explicar*. Ha sido una característica del gobierno corporativo europeo tratar de ofrecer a las sociedades un modelo suficientemente flexible. En ese modelo se ha previsto un papel decisivo de los accionistas a la hora de contribuir al mejor gobierno de las sociedades en las que participan, no ya como una simple forma de satisfacer sus intereses particulares, sino por cuanto de esa labor debe resultar también un beneficio para el interés social.

---

(1) COM (2012) 740 final.

(2) COM (2010) 2020 final.

(3) COM (2003) 284 final.

Revista DBB 130.indb 311 26/09/13 10:38

El Plan de Acción reconoce que en los últimos años se han registrado fallos en ese sistema de gobierno corporativo. Bien es cierto que esos fallos están concentrados en el gobierno corporativo de entidades de crédito y motivados por la crisis financiera. Responder a esa situación negativa fue el principal propósito del Libro Verde del gobierno corporativo de las entidades financieras y las políticas de remuneración, de 2 de junio de 2010(4) y de las medidas más severas que se han adoptado en el marco de la legislación europea, destinada a esas entidades. Los problemas en otras compañías no eran tan graves como los que se observaron en el gobierno de las entidades de crédito.

Sin embargo, como un problema general de gobierno corporativo, la Comisión Europea señala la falta de interés de los accionistas por exigir responsabilidad a los *managers* por sus acciones. Una falta de interés que se justifica por el hecho de que muchos accionistas mantendrán sus participaciones en el capital durante un breve periodo de tiempo. También nos encontramos con una deficiente explicación o aplicación del principio de cumplir y explicar. Esos fallos se abordaron en el Libro Verde de 5 de abril de 2011, sobre la normativa de gobierno corporativo de la UE(5), que durante el año 2012 dio lugar a una fase de consulta que se ha tomado en consideración con vistas a la elaboración del documento que nos ocupa.

El gobierno corporativo es uno de los elementos clave para que el Derecho de sociedades siga cumpliendo la función de contribuir a la mejor formación del mercado interior. Sin embargo, en los últimos años se ha producido una ralentización de la construcción del Derecho europeo de sociedades, que el Plan de Acción resalta como preámbulo de una reflexión sobre cuáles pudieran ser las futuras medidas que hagan que recupere vigor el proceso de armonización del Derecho de sociedades. Los documentos que se han publicado hasta ahora al respecto se han traducido en pronunciamientos institucionales (destacan algunas resoluciones del Parlamento Europeo) y conducen a las tres grandes líneas de actuación que convierten el Plan de Acción en un hito con vistas a la próxima evolución del Derecho europeo de sociedades. Estas líneas de actuación son las siguientes:

(i) el fortalecimiento de la transparencia entendida como la exigencia de una mejor información sobre el gobierno corporativo, pero también la información que debe permitir a las compañías conocer en cada momento quiénes son sus accionistas y, dentro de éstos, sus inversores institucionales y la política de voto que van a desarrollar;

(ii) la iniciativa más relevante por lo que implica de cambio en la orientación y en la atención de las autoridades europeas es el que se refiere a exigir a los accionistas un mayor grado de compromiso o participación de la vida corporativa. Es preciso adoptar medidas que hagan que los accionistas se impliquen en mayor grado en el gobierno corporativo. Esa implicación afectará a la política en materia de retribución y también a las operaciones vinculadas. Comienza a perfilarse un catálogo de posibles deberes exigibles a los inver-

(4) COM (2010) 284 final.

(5) COM (2011)164 final.

Revista DBB 130.indb 312 26/09/13 10:38

sores institucionales y otras profesiones que influyen en el funcionamiento de la junta general de las sociedades cotizadas (gestores de activos y asesores de voto, principalmente); y

(iii) el apoyo a las sociedades para facilitar su actividad y competitividad, lo que se traduce en eliminar las barreras intracomunitarias para las operaciones transfronterizas y hacer sobre todo esa tarea con respecto a las sociedades de tamaño mediano y pequeño.

La Comisión es plenamente consciente de que su Plan de Acción va a actuar en ámbitos muy distintos y que las medidas que se proyectan pueden tener un alcance también muy variado. Las reglas de gobierno corporativo se siguen diseñando con respecto a las sociedades cotizadas. Se pretende que esas medidas o cualesquiera otras que se diseñen para los demás tipos de sociedades de capital no provoquen cargas innecesarias y, en especial, que ese efecto negativo no se produzca en detrimento de las pequeñas y medianas empresas.

Son medidas que buscan facilitar el buen funcionamiento de las sociedades y contribuir a la mejor financiación de la economía europea.

2. AUMENTANDO LA TRANSPARENCIA

La Comisión Europea considera que son varias las cuestiones en las que la exigencia de un mayor grado de transparencia mejorará la práctica societaria. Esa mayor y mejor transparencia se proyecta sobre distintos sujetos y ámbitos de funcionamiento de la sociedad.

La Comisión Europea, a partir de los resultados del Libro Verde de 2011, tiene intención de establecer nuevos deberes de información que faciliten una mejor comprensión de lo que describe como la diversidad en los consejos de administración. Esta diversidad se refiere, en primer lugar, a la propia estructura del consejo, puesto que los nuevos deberes no están reñidos con el pleno reconocimiento de la validez de los sistemas monistas o dualistas de estructura del consejo que acogen distintas legislaciones societarias europeas. Lo que debe explicar adecuadamente la futura disciplina informativa es cómo desempeñan los consejeros no ejecutivos su función de supervisión de los ejecutivos, que es un principio esencial para el buen funcionamiento del gobierno corporativo. Se trata de explicar cómo se distribuyen las misiones y materias en el seno del propio consejo. También, servirá para explicar la presencia y el balance entre los distintos géneros con respecto a los miembros no ejecutivos del consejo.

Otro aspecto donde la información está llamada a jugar un papel decisivo a la vista de la experiencia negativa de estos años es el que afecta a la gestión de los riesgos. La reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto que muchos de los problemas de gestión tenían en su origen una inadecuada asunción de riesgos. Se trata de asegurar que esa información permite conocer mejor las líneas generales de la política de toda sociedad a la hora de hacer frente de los distintos riesgos vinculados con su actividad y, con ello, fortalecer a la sostenibilidad económica y la rentabilidad a largo plazo.

Revista DBB 130.indb 313 26/09/13 10:38

3. NUEVAS MEDIDAS EN RELACIÓN CON LOS INFORMES ANUALES

A) Cumplir o explicar

En el sistema de gobierno corporativo, la naturaleza opcional de muchas de las soluciones que se proponen por parte de los códigos «*nacionales*» invita a las compañías a explicar en qué medida adoptan tales soluciones o se alejan de ellas. Existe una conciencia acerca de que no se está produciendo un adecuado funcionamiento de este principio de cumplir o explicar, difícilmente compatible con la situación contrastada de explicaciones insuficientes por parte de distintas compañías. No se considera una buena práctica aquella que consiste lisa y llanamente en señalar que no se cumple una determinada recomendación o en facilitar explicaciones inadecuadas, por su carácter general o poco preciso. Por ello el Plan de Acción hace referencia a las distintas iniciativas adoptadas en algunos Estados miembros, que enlazan con la situación descrita en el Libro Verde del año 2011. Se anuncia una probable Recomendación europea que en 2013 invite a los Estados miembros y a las sociedades cotizadas a mejorar sus informes anuales de gobierno corporativo en el aspecto particular relativo a la no observancia de los códigos de buen gobierno.

B) Conocer a los accionistas

Por lo que se refiere a la identificación de los accionistas, la Comisión Europea anuncia en su plan que en el año 2013 va a presentar una iniciativa destinada a fortalecer lo que describe como la «*visibilidad de las participaciones*». Esta iniciativa se incluirá en la regulación de los mercados de valores. Su enunciación es relativamente imprecisa porque en lo que se refiere a la identificación de los accionistas el Plan de Acción pone de manifiesto que falta unanimidad sobre la futura tarea. Así como desde la aprobación del Libro Verde de 2011 son mayoría las respuestas y opiniones a favor de mejorar los mecanismos de conocimiento de la distribución del capital entre distintos accionistas y la identidad de éstos, lo que no es tan coincidente es cuál debe ser la traducción de ese interés en medidas concretas. Se pasa desde exigir una transparencia singular y más exigente con respecto a las participaciones significativas, a proponer que los accionistas estén identificados como paso previo a facilitar su participación activa en foros creados al efecto en la página web de la sociedad.

La discrepancia también se percibe en el seno de las Instituciones Europeas, puesto que el Parlamento Europeo establece una necesaria diferenciación del régimen de conocimiento de los accionistas en función de que las acciones sean nominativas o al portador. Más allá de la significación que esta distinta condición pueda tener en el Derecho societario con vistas a la transmisibilidad de las acciones, el Parlamento Europeo convierte ese criterio en el presupuesto para un distinto régimen legal tomando en cuenta los derechos de privacidad de los accionistas. Así, como parece razonable que se conozca la titularidad de acciones nominativas, se entiende por el Parlamento Europeo que la emisión y la tenencia de las acciones al portador ofrece una relativa discreción por parte de los accionistas, en particular para los accionistas minoritarios. Frente a esa opinión, la Comisión sostiene que la información adicional sobre la ti-

Revista DBB 130.indb 314 26/09/13 10:38

tularidad de acciones en una sociedad cotizada siempre va a contribuir a facilitar el gobierno corporativo en la medida en que pueda incentivar las relaciones entre los administradores y los accionistas.

C) Los inversores institucionales

Una de las principales innovaciones que se recogen en el Plan de Acción y que se adivinaban en trabajos anteriores de la Comisión es la atención que se proyecta sobre las políticas que adopten los inversores institucionales. Como continuación de las cuestiones planteadas en los Libros Verdes de 2010 y 2011, existe una voluntad de adentrarse en la determinación de deberes de transparencia a cargo de los inversores institucionales sobre sus criterios a la hora de ejercer los derechos de voto derivadas de sus participaciones en sociedades cotizadas. Esta medida está inspirada en distintas iniciativas nacionales e internacionales ya adoptadas en ese sentido. Se trata de dar a conocer al inversor final la política seguida por esos inversores institucionales con respecto a cada sociedad cotizada, de manera que ello refuerce los criterios de actuación de los inversores institucionales y el impacto sobre la actuación de las propias sociedades cotizadas. Las medidas que se anuncian para el año 2013 se traducirían en una modificación de la Directivas sobre derechos de los accionistas.

D) Accionistas comprometidos

Uno de los aspectos más interesantes del nuevo enfoque que para el sistema europeo de gobierno corporativo revela el Plan de Acción es el que se refiere a los «*activistas comprometidos*». Se trata de exigir de los accionistas una mayor implicación en la vida societaria y, en consecuencia, de hacer frente al que ha sido uno de los problemas clásicos del régimen de funcionamiento de las sociedades cotizadas: el absentismo de la mayoría de los accionistas. El Plan de Acción parte de la necesidad de introducir un cambio sustantivo para que el sistema de gobierno corporativo sea realmente eficiente. Ese cambio pasa por prestar mayor atención a las funciones que pueden desarrollar los accionistas de toda sociedad cotizada. La efectividad del sistema de gobierno depende en buena medida de la actividad de los accionistas. Si esa actividad no alcanza un grado suficiente y no implica a los dueños del capital en decisiones relevantes para el gobierno de la sociedad volveremos al sistema actual en el que la mayor parte del peso de un adecuado gobierno corporativo queda en manos de un consejo de administración que tiene que suplir funciones propias de la junta general y de los accionistas. En relación con ello, como forma de incentivar una más directa participación de los accionistas en decisiones trascendentes con respecto al gobierno corporativo nos encontramos con distintas medidas que propone el Plan de Acción:

a) La política de retribuciones

Resultaba previsible la referencia a la participación de los accionistas en lo que se describe genéricamente como la política de retribuciones. La Comisión considera

Revista DBB 130.indb 315 26/09/13 10:38

llegado el momento para modificar la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas[6] a lo largo del 2013 e incorporar en ella, en primer lugar, medidas destinadas a armonizar y mejorar la transparencia informativa con respecto a las políticas de retribución en una sociedad y a la retribución particular de cada uno de los administradores. El segundo cambio es sustantivo, pues supone abandonar el modelo actual que ha revelado algunas disfunciones en cuanto al voto por la junta general de los documentos que recogen la política de retribuciones y el informe de retribuciones del consejo durante el ejercicio precedente. Como es sabido, esa votación tenía hasta ahora un carácter consultivo, pero la Comisión ha llegado al convencimiento de que el genuino compromiso de los accionistas pasa por atribuir a éstos un voto imperativo o vinculante en el marco de la junta general.

Se va a producir en esta materia un cambio relevante al nivel europeo. Recuerda el Plan de Acción que algunos Estados miembros todavía no atribuyen a los accionistas de sociedades cotizadas el poder de votar con carácter meramente consultivo el informe de retribución de los administradores. El cambio hacia un voto vinculante se verá precedido por un régimen europeo más exigente a la hora de preparar y presentar la información en materia de retribuciones. La armonización europea a este respecto va a contribuir a dotar de efectividad la actuación de los accionistas en este sentido.

Estas medidas deben llevar a que se zanjen situaciones que el tiempo ha revelado como deficientes o abiertamente abusivas. No debe seguir permitiéndose que en las sociedades cotizadas se aprueben políticas retributivas que supongan un beneficio injustificado a favor de los ejecutivos de una sociedad, sin que puedan participar en esos rendimientos ni los accionistas, ni de los demás intereses que están vinculados con la marcha de la sociedad. El nuevo marco debe permitir que la retribución en las sociedades cotizadas se oriente hacia una genuina retribución vinculada con la creación de valor a largo plazo y también que cuando se enuncie la retribución como el resultado de la gestión, sea una aportación relevante a la marcha de la sociedad, su patrimonio y al beneficio de los accionistas el que justifique la retribución y no beneficios ficticios o resultado de actuaciones esencialmente contables.

b) Operaciones vinculadas

En relación con las operaciones que pueda celebrar la sociedad con partes vinculadas, el Plan de Acción también anuncia cambios relevantes. El punto de partida de esas reformas reconoce inicialmente que algunas medidas que deben permitir el control por los accionistas de las operaciones con partes vinculadas ya se encuentran plasmadas en la normativa comunitaria y, por lo tanto, también en las legislaciones estatales. Sin perjuicio de ello, en los últimos años se han puesto de manifiesto una serie de iniciativas que la Comisión Europea considera merecedoras de seguimiento y que incrementan el grado de control que acompaña a esta materia. Se cita en particular la

(6) DOUE L 184, de 14 de julio de 2007, pp. 17 y ss.

Revista DBB 130.indb 316 26/09/13 10:38

declaración que realizó el Foro Europeo de Gobierno Corporativo sobre transacciones con partes vinculadas para las sociedades cotizadas, de 10 de marzo de 2011 (7) y algunas otras posiciones expresadas en los previos procedimientos de consulta. Lo relevante es que se anuncien cambios consistentes en que a partir de ciertos importes, las situaciones vinculadas deberán estar sometidas a la evaluación de un asesor independiente y que aquellas que tengan un especial impacto para la sociedad y sus intereses deben contar con la aprobación de los accionistas a través del correspondiente voto en la junta general. Estos cambios parece que verán la luz también a lo largo de 2013, a través de la reforma de la ya mencionada Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas de derechos de los accionistas.

c) Asesores de voto

Las referencias que el Plan de Acción hace a la actividad de los asesores de voto sirven para acreditar la atención del sistema corporativo hacia la actividad de sujetos distintos de los tradicionales. Ya no se limitan las soluciones a la relación existente entre la gestión de la sociedad y su propiedad, es decir, entre los administradores y los accionistas y el distinto funcionamiento de cada uno de los órganos sociales, sino que se practica un ejercicio de realismo que toma en consideración tanto la composición del capital social en la mayoría de las sociedades cotizadas, como la aparición de una nueva serie de entidades y profesiones que a partir de esa composición cobran una especial importancia en el funcionamiento real de las sociedades cotizadas.

Para entender las razones que han llevado a que determinadas firmas de asesoramiento de voto tengan una especial influencia en el gobierno corporativo internacional y en el de grandes sociedades europeas, ha de partirse de la dificultad que para determinadas instituciones de inversión colectiva conlleva su presencia en una pluralidad de mercados. Cuando llega el momento de decidir cuál debe ser el sentido del voto nos encontramos con inversores institucionales que carecen de un adecuado conocimiento del mercado local o de las situaciones vividas por sociedades en ese mercado o de las peculiaridades de legislación doméstica que, en consecuencia, solicitan el auxilio de los asesores de voto para que se encarguen de preparar su participación en la junta. Se trata de una participación relevante pues en el capital de muchas sociedades será el voto de los inversores institucionales el que resulte determinante a la hora de convalidar determinados acuerdos. De ahí la importancia creciente que adquieren los asesores de voto.

No se trata solo de dar una opinión sobre el sentido que debe tener el voto con respecto a un acuerdo concreto, sino que estas instituciones han ampliado sensiblemente sus servicios y se encargan de recabar representaciones de otros accionistas y formular criterios de valoración del sistema de gobierno de cada una de las sociedades correspon-

(7) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf>.

Revista DBB 130.indb 317 26/09/13 10:38

dientes. La Unión Europea se ha visto obligada a reaccionar ante la presencia influyente que este tipo de entidades dedicadas al asesoramiento de voto ha alcanzado en los mercados europeos y en relación con la significativa presencia de inversores internacionales.

La reacción europea parte de los riesgos o preocupaciones que presentan algunos aspectos de la actividad de estos asesores de voto. Si comenzamos por lo más reciente, la ESMA y algunas autoridades nacionales se han encargado de llevar a cabo estudios y empiezan a esbozar futuras propuestas para el régimen de los asesores de voto[8]. En el Plan de Acción se destacan algunos aspectos concretos y preocupantes que deben afrontarse en el futuro régimen legal de estos asesores de voto. En primer lugar, se reprocha a los asesores de voto la omisión ocasional de las circunstancias típicas de determinados mercados europeos con respecto al sistema de gobierno corporativo y también a las características y elementos fundamentales de la legislación nacional aplicable. En segundo lugar, merece especial importancia una adecuada supervisión de los conflictos de intereses en los que pueden incurrir algunos de estos asesores de voto. Parece difícil de entender que puedan actuar en esa condición firmas asesoras que al mismo tiempo que dicen a los accionistas cómo deben votar, se han convertido anteriormente en asesores en materia de gobierno corporativo para la propia sociedad en cuyo seno debe producirse esa votación. Otro tanto cabe decir cuando el asesoramiento sobre el voto de un determinado accionista relevante tiene que ver con propuestas de acuerdo que han sido impulsadas de forma directa o indirecta (a través de algún otro de sus clientes) por la propia firma asesora de voto. Por último, como suele suceder en otros aspectos fundamentales del funcionamiento de los mercados de valores, advierte la Unión Europea que existe una falta de competencia en este tipo de servicios y que es justificada la preocupación en cuanto a la independencia y fundamento de las recomendaciones que reciben los inversores institucionales.

Estas y otras medidas con respecto a los asesores de voto parece que también se incluirán en la reforma de la indicada Directiva que se anuncia para el año 2013.

d) El riesgo de acción en concierto como freno a la cooperación entre inversores

En ocasiones, la actuación de la junta general con respecto al consejo de administración va a provocar que determinados accionistas ejerciten su derecho de voto en un mismo sentido o que en esa junta y en la adopción de determinados acuerdos relevantes para el gobierno de la sociedad, algunos inversores acuerden cooperar. El problema es que en el ámbito de las sociedades cotizadas cualquier actuación concertada entre accionistas con participaciones relativamente importantes puede tener consecuencias legales. Como dice el Plan de Acción, el concepto de acción en concierto aparece en la

(8) A modo de ejemplo, v. el *Documento elaborado por el Grupo de Expertos para evaluar la actividad de los Proxy Advisors en relación con los emisores españoles. Respuesta al DP-ESMA*, de 16 de abril de 2012 (<http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>) y ESMA, *Final Report Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry* de 18 de febrero de 2013 (<http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>).

Revista DBB 130.indb 318 26/09/13 10:38

Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición[9] y en la Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE[10], como forma de atribuir a accionistas que llevan a cabo una actuación coordinada el deber de cumplir con determinados deberes legales.

En el marco del gobierno corporativo, el Plan de Acción plantea en qué medida una cooperación o coordinación entre accionistas que, por ejemplo, deciden intercambiar información o que deciden adoptar una postura común con respecto a determinadas propuestas que hayan podido formular los administradores, debe conducir a que ambos accionistas merezcan la consideración de actuar en concierto y, en consecuencia, se encuentren abocados a consecuencias legales imprevistas cuando plantearon su cooperación. La acción en concierto como situación de hecho puede alejar a muchos accionistas de una cooperación que resulta relevante para contar con un sistema eficiente de control de los administradores. Ante este problema, el Plan de Acción reconoce la necesidad de clarificar cuándo nos encontramos ante una acción en concierto relevante a efectos de la imposición de deberes como el de formular una OPA o cuándo tal consideración no debe darse y en consecuencia facilitar la cooperación entre accionistas. Las reformas en este punto parecen más lejanas que en apartados anteriores, puesto que lo que anuncia la Comisión es que durante el año 2013 va a trabajar con las Autoridades supervisoras de los mercados de valores con el fin de incrementar el grado de certidumbre jurídica que permita disociar la cooperación entre inversores con respecto a cuestiones de gobierno corporativo y las reglas en materia de acción en concierto.

e) Trabajadores y accionistas

El párrafo que cierra la referencia que el Plan de Acción realiza a un mayor grado de implicación o compromiso de los accionistas en el gobierno corporativo pone a los trabajadores en el centro de la escena. La Comisión Europea sostiene que así como toda implicación de los trabajadores en la marcha de una empresa es satisfactoria, esa implicación es particularmente deseable si se concreta en una vinculación financiera a través de la titularidad de accionistas. Se trata de un objetivo que plantea inconvenientes que la Comisión señala que va a estudiar de manera cuidadosa antes de poner en marcha actuaciones destinadas a incentivar adquisición de acciones por los trabajadores. Pretende impulsar ese hecho en un plano transfronterizo.

4. OPERACIONES SOCIETARIAS TRANSFRONTERIZAS

Una de las funciones que debe cumplir el ordenamiento europeo con respecto a las sociedades mercantiles es facilitar las operaciones transfronterizas de distinta natu-

(9) DOUE L 142, de 30 de abril de 2004, pp. 12 y ss.

(10) DOUE L 390 de 31 de diciembre de 2012, pp. 38 y ss.

Revista DBB 130.indb 319 26/09/13 10:38

raleza, armonizando su régimen y aproximando los requisitos exigibles en cada operación a los que resultarían de la legislación nacional respectiva.

A) Cambio de domicilio

La Comisión anuncia que durante 2013 va a realizar distintas consultas con respecto a la posibilidad de un cambio transfronterizo del domicilio de una sociedad. Esas consultas se anuncian como una fase preparatoria de la eventual legislación destinada a reconocer esa posibilidad que, hasta el momento, no contempla el Derecho europeo, salvo con respecto a la Sociedad Europea, a la Sociedad Cooperativa Europea y al Grupo Europeo de Interés Económico. La Comisión recuerda que sólo determinados Estados permiten el traslado internacional del domicilio sin que ello implique la extinción de la sociedad. No parece que se venga a reformar la Directiva de fusiones transfronterizas como una vía para el traslado internacional del domicilio.

Sin embargo, la Comisión reconoce que cualquier iniciativa en esta materia reclama profundizar en los aspectos económicos que permitan confirmar que hay una demanda efectiva en las sociedades europeas a favor del reconocimiento de esta posibilidad.

B) Fusiones transfronterizas

Partiendo del avance que ha supuesto en el mercado interior la regulación de las fusiones transfronterizas de sociedades mercantiles al amparo de la Directiva 2005/56/CE, 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital[(11)] la Comisión anuncia su interés por proponer nuevas medidas que sirvan para mejorar todavía más los efectos de esa regulación. Por el momento, se mantienen distintas discrepancias dentro de la Unión Europea con relación a las reglas a las que se somete el proceso de fusión destacando la falta de armonización en relación con los métodos de evaluación de activos, el plazo durante el que se reconoce la protección a los acreedores (esencialmente por medio del derecho de oposición) y las consecuencias que la ejecución de la fusión puede tener sobre los derechos de los acreedores.

La Comisión destaca que el avance en el régimen europeo de fusiones ha generado notables expectativas y que sus trabajos en curso darán lugar en la segunda mitad de 2013 a la publicación de un estudio sobre la indicada Directiva 2005/56/CE.

C) Escisiones transfronterizas

Las operaciones de escisión realizadas en el ámbito nacional resultaron armonizadas por la Directiva 82/891/CEE, de 17 de diciembre, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y referente a la escisión de sociedades anónimas[(12)]. Sin embargo,

---

(11) DOUE L 310, de 25 de noviembre de 2005, pp. 1 y ss.

(12) DOUE L 378, de 31 de diciembre, pp. 47 y ss.

Revista DBB 130.indb 320 26/09/13 10:38

se encuentra pendiente la legislación europea que reconozca la posibilidad de escisiones transfronterizas. Estas operaciones resultarían adecuadas para llevar a cabo distintas iniciativas dentro del mercado interior como puede ser la creación de una filial en otro Estado o la transferencia de activos y consiguiente traslado internacional del domicilio.

Con ocasión de la publicación del estudio que se está realizando sobre la Directiva de fusiones, la Comisión analizará la eventual introducción de disposiciones destinadas a las escisiones transfronterizas.

D) Pequeñas y medianas empresas

La construcción de un régimen europeo societario apto para las pequeñas y medianas empresas (PYMES) parece uno de los asuntos en los que la labor futura presenta mayores dudas. El Plan de Acción reitera el criterio de la Comisión sobre el ofrecimiento a las PYMES de un régimen societario que las permita desarrollar su actividad en un marco especialmente flexible. El problema es la concreción de ese marco, dado que no parece haber tenido una buena aceptación la Propuesta de Reglamento del Consejo por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Privada Europea de 25 de junio de 2008[13].

La Comisión anuncia su disposición a analizar otras soluciones, en especial con vistas a las fusiones transfronterizas entre PYMES.

E) Sociedad europea y sociedad cooperativa europea

El Plan de Acción también incluye el Proyecto de revisar y mejorar el régimen aplicable a la Sociedad Europea (SE) y a la Sociedad Cooperativa Europea (SCE). Para ello el Plan de Acción parte de lo que describe como un interés creciente por ambos tipos societarios y las distintas posiciones que se han presentado requiriendo la revisión de los Reglamentos aplicables a ambas figuras. La Comisión considera que no procede avanzar en esa revisión porque, aunque pudieran implicar una mejora de los Estatutos de ambas figuras societarias, no se verían compensados los riesgos inherentes a reabrir el debate referido a ambas.

Por tal motivo, la Comisión se limitará en este apartado a promover los mecanismos destinados a un mayor uso de la Sociedad Europea y de las ventajas que acompañan su régimen.

F) Grupos de sociedades

La experiencia vivida en relación con la armonización de la legislación de grupos de sociedades y los recientes procesos de consulta han llevado al Plan de Acción

(13) COM (2008) 396 final.

Revista DBB 130.indb 321 26/09/13 10:38

a actuar con prudencia a la hora de abordar su futura labor en este campo, a pesar de que hayan sido numerosas las opiniones que han reclamado una contribución europea en materia de grupos. La complejidad de la materia aconseja a la Comisión proceder con respecto a cuestiones concretas, reconociendo que una regulación europea general para los grupos debe postergarse por el momento.

Ese criterio se concretará en el año 2014 con dos temas: la mejora de la información que debe facilitar un grupo de sociedades y, en lo que constituye una novedad de mayor alcance, el reconocimiento del concepto del interés del grupo.

5. LA CODIFICACIÓN DEL DERECHO EUROPEO DE SOCIEDADES

Dado que el Derecho europeo de sociedades ha alcanzado una notable amplitud y una reconocida complejidad en no pocos aspectos, el Plan de Acción se hace eco de las demandas en favor de que ese acervo normativo se formule de una manera que permita determinar de forma sencilla la normativa vigente y descartar eventuales contradicciones. Estos objetivos apuntan a la codificación o refundición de las principales Directivas ya existentes sobre Derecho de sociedades y su fusión en un único instrumento. Anuncia igualmente, que esta labor comprenderá distintas Directivas que precisa[(14)]. También añade que incluirá los cambios introducidos por la reciente Directiva 2012/17/UE, de 13 de junio de 2012, por la que se modifican la Directiva 89/666/CEE y las Directivas 2005/56/CE y 2009/101/CE, en lo que respecta a la interconexión de los registros centrales, mercantiles y de sociedades[(15)]. Todo parece una solución deseable y razonable.

Juan Sánchez-Calero

2. PROLONGACIÓN DEL RÉGIMEN ESPECIAL DE NO DISOLUCIÓN DE CIERTAS EMPRESAS DESPATRIMONIALIZADAS

Dentro de la legislación de parcheo que viene apareciendo en España desde el reconocimiento de la crisis financiera internacional, iniciada a principios de 2008 en Europa, e incluso antes en los Estados Unidos, se hace preciso dar noticia de un enésimo capítulo del serial, que, curiosamente, el legislador anuncia y no, a la vez, como último.

Llegado el 1 de enero de 2013 reaparecieron los temores de los administradores de las empresas que habían gozado de la cobertura de la disposición adicional úni-

(14) Directivas 1977/91/CEE, 1982/891/CEE, 1989/666/CEE, 2005/56/CE, 2009/101/CE, 2009/102/EC y 2011/35/UE.

(15) DOUE L 156, de 16 de junio de 2012, pp. 1 y ss.

Revista DBB 130.indb 322 26/09/13 10:38

ca del RDL 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, del artículo 1 del RDL 5/2010, de 31 de marzo, que amplía la vigencia de determinadas medidas económicas de carácter temporal(16) y de la disposición adicional quinta del RDL 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento de sector financiero. Y es que para la mayoría de las sociedades capitalistas españolas —que, como es de todos conocido, cierran cuentas anuales a 31 de diciembre de cada año—, una vez pasada la fecha del 31 de diciembre de 2012 sus administradores habían vuelto a quedar privados del escudo protector transitorio con el que les había acorazado el legislador a fines del año 2008, mediante el citado RDL 10/2008, y había ido prorrogando, en sentido material que no en puridad de técnica jurídica, con los sucesivos RDL que he referido anteriormente. La música era la misma que la que sonaba a partir del 1 de enero de 2010 y del 1 de enero de 2012.

De la importancia de la cuestión es buena muestra que incluso la prensa económica especializada se hizo eco de la preocupación de las principales empresas del sector inmobiliario español, integradas en el denominado G-14, que, desde principios de 2013, negociaban con los Ministerios de Economía, de Hacienda y de Fomento, para lograr una prórroga más de la medida tuitiva que había nacido al comienzo de la crisis, en 2008. Tales negociaciones, se informaba, estaban afectadas por la presión de la banca, partidaria de acabar, de una vez, con el saneamiento del sector inmobiliario español(17).

Pues bien, tales negociaciones desembocaron en que, aprovechando que aunque el Pisuerga no pasara por Valladolid, el Gobierno utilizó la inapropiada cobertura del RDL 3/2013, de 22 de febrero, por el que se modifica el régimen de las tasas en el ámbito de la Administración de Justicia y el sistema de asistencia jurídica gratuita, para en su disposición final tercera modificar el RDL 10/2008.

La primera crítica al nuevo texto legal no se escapará a nadie: la técnica legislativa es pésima, pues se emplea un RDL que, además, tenía por título la modificación de la recentísima y más que polémica regulación de las tasas en el ámbito de la Administración de Justicia. ¿Existía una situación de extraordinaria y urgente necesidad que exigiera acudir a una RDL? No parece que, una vez más, fuera así, pues nada sustancial había cambiado en la economía española inmobiliaria entre finales de 2012 y principios de 2013 que justificase acudir a un RDL. Y, por otro lado, ¿qué tienen que ver las tasas judiciales con la situación patrimonial de las empresas? Nada, pero al legislador no le importa, porque es claro que la seguridad jurídica no está de moda y conocer la legislación aplicable es más cuestión de un buscador de una base de datos que otra cosa, por desgracia en el mejor de los casos, porque hay normas como ésta en las que puede que ni el buscador sirva.

---

(16) Disposición legal de la que tuve oportunidad de dar cuenta en *RDBB*, núm. 118, abril-junio 2010, pp. 249-254.

(17) *Vid*. diario *Expansión*, 8 de febrero de 2013, <http://www.expansion.com/2013/02/08/empresas/inmobiliario/1360357048.html>.

Revista DBB 130.indb 323 26/09/13 10:38

Al margen de esta primera crítica al abuso del RDL y al objeto de dar una primera noticia del citado precepto considero interesante destacar los siguientes aspectos del mismo:

a) Lo primero que llama la atención es algo que está fuera de la disposición final tercera del RDL 3/2013, pues se encuentra en el apartado VI de la EM de la norma. Me refiero al anuncio que hace el legislador de «una nueva caída significativa del valor de mercado de los bienes inmuebles». Aunque no sea una cuestión estrictamente jurídica, sí aprecio que flaco favor hizo el legislador a las empresas inmobiliarias, pues al tiempo que con una mano les da un balón de oxígeno con la disposición final tercera objeto de referencia, con otra mano pocas expectativas de ventas les genera, al advertir a los potenciales compradores de que el valor de mercado de los bienes inmuebles va a caer de forma significativa. Ello puede favorecer que prosiga una espiral de caída de valores de mercado que acarrea caída de valores contables y, en consecuencia, profundización de las pérdidas patrimoniales que son causa de disolución.

b) Como no todo van a ser críticas hay un aspecto positivo en la nueva legislación desde el punto de vista de técnica legislativa, porque desaparece la expresión «se renueva sin solución de continuidad y a todos los efectos legales», de escasa, por no decir nula, raigambre en nuestra legislación y que por ello ya tuve ocasión de criticarla con motivo de mis estudios sobre las normas precedentes. En esta ocasión, el legislador opta, en el apartado 2 de la disposición final tercera, por una fórmula de determinación del ámbito temporal de su vigencia más claro, pues dice: «lo dispuesto en el apartado anterior únicamente será de aplicación excepcional en los ejercicios sociales que se cierren en el año 2013». Con esta previsión legal entiendo que queda claro el ámbito temporal en el que sigue vigente el que ya se está convirtiendo en clásico no cómputo a efectos de reducción forzosa del capital social (artículo 327 LSC) y de disolución forzosa por pérdidas patrimoniales agravadas [artículo 363.1.e) LSC], de las pérdidas por deterioro reconocidas en las cuentas anuales, derivadas del inmovilizado material, las inversiones inmobiliarias y las existencias. Me estoy refiriendo a su aplicación en cualesquiera cuentas que se formulen con motivo del cierre de ejercicios sociales que tengan lugar entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2013. Soy, pues, partidario de considerar que la norma es de aplicación retroactiva con efectos de 1 de enero a 23 de febrero de 2013 también, pues, hay que recordar que, conforme a la disposición final séptima RDL 3/2013, la entrada en vigor de la disposición final tercera tuvo lugar al día siguiente de su publicación en el BOE, esto es, el 24 de febrero de 2013 (18).

c) Ahora bien, la previsión legal de hacer referencia a las cuentas anuales y al cierre de ejercicios sociales, puede ser causa de reabrir un debate que, a mi

(18) Pudo ser, ciertamente, más claro el legislador español, una vez más, y haber zanjado cualquier duda previendo expresamente la vigencia retroactiva al 1 de enero de 2013, cuando no, evidentemente, habiendo aprobado la norma antes del 31 de diciembre de 2012.

Revista DBB 130.indb 324 26/09/13 10:38

juicio, estaba cerrado por reiterada doctrina científica y jurisprudencial. Me refiero al hecho de que se pueda defender que, sobre todo a efectos de causa de disolución forzosa por pérdidas, susceptible de generar la temida responsabilidad de los administradores sociales por las obligaciones sociales del artículo 367 LSC, se pueda de nuevo plantear la tesis de que sólo hay tales pérdidas a cierre de ejercicio, con motivo de la formulación de las cuentas anuales. Dejo planteada esta cuestión, aunque supongo que será difícil mover una doctrina científica y jurisprudencial consolidada a lo largo de ya más de dos décadas.

d) Ya respecto del fondo de la reforma de 2013, hay dos cuestiones en las que me quiero detener:

   d1) El contenido de la reforma de 2008 no se altera, por lo que vale todo lo que ya he expuesto en su momento acerca del RDL 10/2008 en esta materia[19]. Quiero destacar que, por ejemplo, se insiste en que no hay alteración del régimen contable, lo que quiere decir que las pérdidas por deterioro seguirán luciendo en las cuentas anuales de las sociedades de capital que las padezcan, pero dichas pérdidas transitoriamente no acarrearán las consecuencias que cualesquiera otras pérdidas contables supondrán para las restantes sociedades de capital y sus administradores.

   d2) Pero el hecho de que el contenido de la reforma referida de 2008 no se altere no quiere decir que no se le añada un estrambote. Ello se anuncia ya en la EM, apartado VI, cuando se dice que se procede a «ampliar su ámbito de aplicación para evitar que las empresas del sector inmobiliario entren en situación de concurso de acreedores» y en coherencia con ello, el texto de la disposición final tercera RDL 3/2013 dice que el mismo opera también respecto «del cumplimiento del presupuesto objetivo del concurso contemplado en el artículo 2 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal". Pues bien, en esta primera aproximación que hago al novísimo texto legal entiendo que tal afirmación legal es un brindis al sol, pues, a mi juicio, resulta de imposible aplicación práctica. De ahí que en el título de estas notas haya planteado si había algo más en la reforma de 2013 que en los precedentes RRDDLL 10/2008, 5/2010 y 2/2012, y haya respondido que no.

   Me explico, el presupuesto objetivo del concurso se regula en el artículo 2 LC. Tal presupuesto objetivo es la insolvencia. Y la insolvencia se basa en que «el deudor no puede cumplir regularmente sus obligaciones exigibles» (artículo 2.2 LC). El concepto de insolvencia es, por tanto, completamente ajeno al de la situación patrimonial contable de la sociedad, pues de hecho el concurso y las pérdidas patrimoniales operan separadamente como causa de disolución y como causa de responsabilidad en

(19) *Vid.* RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., «Últimas modificaciones de la responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital en pérdidas», *La Ley*, núm. 7156, 2009, <www.laley.es>.

Revista DBB 130.indb 325 26/09/13 10:38

los artículos 363.1.e) y 367 LSC (con la tantas veces denunciada falta de gradación explícita, que ha tenido que ser salvada en la práctica, sobre la base de la referencia legal a que la causa disolutoria opera «siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso», con la tesis de que si hay insolvencia hay que concursar y si se concursa no hay que disolver ni se incurre en responsabilidad por no promover la disolución, siempre dentro del clásico plazo de dos meses)[20].

Consecuencia de lo anterior es que por mucho que se diga que unas pérdidas contabilizadas no se considerarán a efectos de insolvencia, ello es tanto como decir nada, porque la insolvencia no depende de unas pérdidas de valor contable por causa de una caída de valor de mercado (recuérdese la diferencia de nuestro artículo 2 LC con el parágrafo 19 de la *Insolvenzordnung*, en la que el desbalance sí es presupuesto objetivo del concurso), sino que depende de una impotencia para hacer frente a las obligaciones asumidas por la sociedad de capital que ya han vencido.

Y es que quiero recordar que, en realidad, el legislador nunca modificó el presupuesto objetivo del concurso, ni en 2008 ni sus sucesivas modificaciones, y de ahí que por mi parte siempre haya defendido que esta normativa excepcional sólo es útil para empresas solventes, pues las insolventes tenían que concursar (concurso voluntario) o podían ser concursadas (concurso necesario), antes, durante y después de 2008 y lo tendrán que seguir haciendo tras la entrada en vigor de la reforma de 2013 el día 24 de de febrero de 2013.

En conclusión, decir, como lo hace el legislador de 2013, que las pérdidas por deterioro no son computables a los efectos de determinación del presupuesto objetivo del concurso es lo mismo que no decir nada. La magnitud de las pérdidas por deterioro nunca fue computable a efectos del presupuesto objetivo del concurso, porque éste no tiene nada que ver con la situación contable de las sociedades de capital. Consecuentemente, el ámbito objetivo de la disposición adicional única RDL 10/2008 sigue siendo el mismo a fecha de hoy: reducciones forzosas del capital social por pérdidas y disolución forzosa por pérdidas patrimoniales agravadas.

e) Una última cuestión de interés es el anuncio que hace el legislador, en la EM, de que se está ante la última prórroga, mejor sería decir la última prórroga de las prórrogas, pues hubo, como se ha visto, dos anteriores. Lo curioso del caso es que este anuncio lo hace dos líneas y media después de haber dicho

(20) Aprovecho para recordar la frecuente confusión en que incurren algunos administradores concursales al confundir insolvencia y pérdidas patrimoniales en sede de calificación culpable del concurso, afortunadamente ya resueltas en la práctica jurisprudencial, por ejemplo en Sentencias como las de la Sección 1.ª de la Audiencia Provincial de Oviedo de de 29 de septiembre de 2011 (Ponente: Iltmo. Sr. D. Javier Antón Guijarro; Id Cendoj: 33044370012011100217) o de 20 de junio de 2011 (Ponente: Iltmo. Sr. D. Javier Antón Guijarro; Id Cendoj: 33044370012011100183).

Revista DBB 130.indb 326 26/09/13 10:38

que «se hace necesario (sic) la aprobación de una nueva prórroga de esta medida, al menos, durante este año».

En fin, no me parece que el legislador esté muy convencido de que estemos ante el capítulo final de la serie. Y ello entiendo que es lógico, pues mucho debería cambiar en los 10 meses que van desde finales de febrero de 2013 al 31 de diciembre de este año, para que pérdidas acumuladas por deterioro de activos de cinco ejercicios de profundísima crisis inmobiliaria se vayan a enjugar en esos diez meses. Ello a salvo de que lo que esté queriendo decir el legislador es que, en realidad, lo que busca es que las sociedades inmobiliarias se vayan preparando para una muerte dulce porque a partir del 31 de diciembre de 2013 no les quedará otra vía que o recapitalizarse o disolverse. A tales efectos las empresas inmobiliarias deberían prestar especial atención a la posibilidad de actualización de balances que les abrió el artículo 9 de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, que adopta diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica. Y es que esta nueva actualización de balances (*rara avis* en el panorama contable español, pues estaba ausente desde más de tres lustros, concretamente desde el año 1996 y anteriormente desde el año 1983) permite a las empresas dotarse de una reserva de revalorización que permita a la sociedad salir de causa de reducción forzosa de capital o de disolución forzosa. Así y todo, veo dos problemas a esta solución: de un lado, el coste económico que supone el gravamen único del 5 por 100 sobre el saldo acreedor de la cuenta «reserva de revalorización de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre»; y, de otro lado, porque el ratio de apalancamiento introducido en la nueva actualización supondrá que muchas inmobiliarias, con niveles de apalancamiento elevadísimos, podrán beneficiarse en escasa medida de la regularización.

Mucho me temo, pues, que habrá que estar atentos a las primeras reuniones del Consejo de Ministros del año 2014 para ver qué ocurre, porque lo que sí que casi podría asegurar es que no tengamos un legislador capaz de prorrogar una norma como se debiera, en el caso de que así se quisiera hacer, antes de que ésta deje de estar vigente, esto es, antes del 31 de diciembre de 2013.

Daniel Rodríguez Ruiz de Villa

3. La Ley 1/2013 permite la liquidez anticipada de los seguros y planes de pensiones para evitar procedimientos de ejecución sobre la vivienda habitual

1. En términos generales, los derechos consolidados que tengan constituidos los partícipes de los planes de pensiones pueden hacerse efectivos en dos situaciones: a) En el momento de acaecer la contingencia cubierta, que es la hipótesis

Revista DBB 130.indb 327 26/09/13 10:38

normal que se compadece con la finalidad última de previsión social complementaria de estos planes. Se trata de la efectividad de aquellos derechos consolidados a término, esto es, cuando —como consecuencia del acaecimiento de una determinada contingencia— den lugar a la correspondiente prestación (artículo 10 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, en adelante RPFP). b) En un momento anterior, de manera excepcional y para cubrir estados de necesidad del partícipe en cuestión. Se trata de la efectividad anticipada de los derechos consolidados del partícipe en los supuestos de enfermedad grave o desempleo de larga duración (artículo 8.8, pfo. 1.º del Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, en adelante TRLPFP y artículos 8 y 14 del RPFP) (ver nuestro «Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones», 1.ª edición, Ed. Thomson/Civitas, Cizur Menor 2006, pp. 306 y ss.).

2. Ahora, la situación dramática en la que se encuentran un conjunto apreciable de deudores hipotecarios —unida a la alarma social que tales casos han generado— ha llevado a la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social (BOE núm.116, de 15 de mayo de 2013, corrección de errores en BOE núm. 123, de 23 de mayo de 2013) a añadir a aquellos supuestos de efectividad o liquidez anticipada de los derechos consolidados uno excepcional y transitorio que se producirá en el caso de que el partícipe de un plan de pensiones o el asegurado en los seguros asimilados se vea sometido a un procedimiento de ejecución sobre su vivienda habitual. En estos supuestos, parece razonable permitir que estos deudores hipotecarios, para paralizar aquellos procedimientos, puedan disponer anticipadamente de unos recursos que obraban en su patrimonio, hasta esta reforma legal con el carácter de indisponibles e inembargables en espera el acaecimiento de la contingencia.

3. Por ello, la citada Ley 1/2013 introduce este supuesto de liquidez anticipada mediante el expediente técnico de modificar, en su disposición final primera, el TRLPFP añadiendo a este texto legal una nueva disposición adicional séptima que regula la «disponibilidad de los planes de pensiones en caso de procedimiento de ejecución sobre la vivienda habitual». Este nuevo régimen de efectividad anticipada se articula conforme a los tres principios y elementos siguientes:

   a. Primero, su carácter excepcional y transitorio porque aquella liquidez anticipada se establece durante el plazo de dos años desde la entrada en vigor de la Ley 1/2013, el 15 de mayo de 2013; plazo que, por lo tanto, acabará el 15 de mayo de 2015, dado que se supone que, en esa fecha, se habrá superado la situación de emergencia hipotecaria actual. En todo caso, como el futuro es una región que nadie conoce y la crisis financiera en la que vivimos sumidos desde 2007 ha llenado las previsiones legales de buenos deseos de recuperación lamentablemente incumplidos; se prevé expresamente que el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Competitividad, podrá ampliar el plazo previsto en esta disposición para solicitar el cobro de los

Revista DBB 130.indb 328 26/09/13 10:38

planes de pensiones en caso de procedimiento de ejecución sobre la vivienda habitual o establecer nuevos periodos a tal efecto, teniendo en cuenta las necesidades de renta disponible ante la situación de endeudamiento derivada de las circunstancias de la economía.

b. Segundo, la descripción de los supuestos en los que los partícipes de los planes de pensiones podrán anticipar la efectividad de sus derechos consolidados. De modo tal que el procedimiento de ejecución sobre la vivienda habitual del partícipe debe venir cualificado por los siguientes requisitos mínimos legales: Que el partícipe se halle incurso en un procedimiento de ejecución forzosa judicial, administrativa o venta extrajudicial para el cumplimiento de obligaciones, en el que se haya acordado proceder a la enajenación de su vivienda habitual; que el partícipe no disponga de otros bienes, derechos o rentas en cuantía suficiente para satisfacer la totalidad de la deuda objeto de la ejecución y evitar la enajenación de la vivienda; y que el importe neto de sus derechos consolidados en el plan o planes de pensiones sea suficiente para evitar la enajenación de la vivienda. Se habilita al Gobierno para el desarrollo reglamentario de estos requisitos.

c. Tercero, la consecuencia jurídica, que consistirá en que, cuando se den los supuestos de hecho descritos, el partícipe podrá solicitar a la entidad gestora del fondo de pensiones en el que esté integrado el plan de pensiones al que pertenezca el reembolso de sus derechos consolidados que se hará efectivo en un pago único, dentro del plazo máximo de siete días hábiles desde que el partícipe presente la documentación acreditativa correspondiente y en la cuantía necesaria para evitar la enajenación de la vivienda, sujetándose al régimen fiscal establecido para las prestaciones de los planes de pensiones.

4. Por razones de analogía, estos supuestos de disponibilidad anticipada de los derechos consolidados de los partícipes en los planes de pensiones se extienden a los valores garantizados de los asegurados en los denominados planes de previsión asegurados, planes de previsión social empresarial y mutualidades de previsión social a que se refiere el artículo 51 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y que son contratos de seguros de personas sujetos a requisitos análogos a los planes de pensiones para gozar de un mismo tratamiento fiscal.

5. También podrán disponer anticipadamente de sus derechos económicos los asegurados que sean deudores hipotecarios y se encuentren en los supuestos antes descritos en los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones en los que se haya transmitido a los asegurados la titularidad de los derechos derivados de las primas pagadas por la empresa así como respecto a los derechos correspondientes a primas pagadas por aquellos (sobre el régimen especial de estos seguros de exteriorización de los compromisos empresariales por pensiones puede verse nuestro Manual antes citado en sus pp. 378 y ss.).

Alberto Javier Tapia Hermida

Revista DBB 130.indb 329 26/09/13 10:38

4. Circular 1/2013, de 30 de enero, de la CNMV, sobre comunicación de informaciones relativas a empresas de servicios de inversión y sus sociedades dominantes y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva

Las empresas de servicios de inversión (en adelante ESI) están obligadas a comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) las modificaciones que se produzcan en las condiciones de la autorización así como los cambios en la composición de su órgano de administración y en sus cargos de dirección, en su estructura accionarial, en sus programas de actividades, en sus estatutos y en sus agentes en virtud de diversas disposiciones recogidas tanto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, como en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Igualmente, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (en adelante SGIIC) están obligadas a realizar comunicaciones análogas a las de las ESI, en relación con los cambios producidos en las condiciones de autorización u otras circunstancias que puedan ser relevantes en virtud de diversas disposiciones tanto de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, como del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

En aras de facilitar y agilizar estas comunicaciones, la disposición final segunda del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en lo que concierne a las ESI y la disposición final única del Reglamento aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, en lo que respecta a las SGIIC prevén la habilitación de la CNMV para que dicte las normas de desarrollo que estime oportunas.

Así pues, se ha procedido a aprobar la Circular 1/2013, de 30 de enero, por la CNMV sobre comunicación de informaciones relativas a ESI y sus sociedades dominantes y a las SGIIC (BOE de 19 de febrero de 2013).

De este modo, se ha atendido a sistematizar la regulación relativa a las obligaciones de información con la finalidad de extender su ámbito de aplicación a las ESI y las SGIIC con el objetivo de facilitar y simplificar la remisión a la CNMV de la documentación exigida, con la pretensión de concretar y desarrollar el contenido de la información, los supuestos de comunicación, la forma de remisión, los plazos para su envío, así como con el empeño de procurar una adecuada y puntual difusión de estas informaciones por la CNMV.

Para ello, la comentada Circular 1/2013, de 30 de enero, regula los distintos regímenes de comunicación en función de la materia que es objeto de tal deber informativo. Así pues:

En primer lugar, regula el régimen de comunicación de los nombramientos de nuevos cargos de administración o dirección de las ESI y de sus entidades dominantes, desde la concreción de las designaciones que se han de entender sujetas a tal requisito (tales como la de nuevos consejeros, cargos de dirección, director general u otro asimilado o consejero delegado de un consejero nombrado con una antelación menor a tres años, así como la designación del representante persona física de un consejero persona jurídica),

Revista DBB 130.indb 330 26/09/13 10:38

desde la procura de un concepto genérico sobre quienes adquieren tal condición (se considera que ostentan cargos de dirección los directores generales y quienes desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados), así como mediante la exoneración en el cumplimiento del citado deber informativo a los supuestos de reelección de consejeros, la designación de secretario o vicesecretario no consejero, así como de los nuevos cargos de administración o dirección de la entidad dominante de una empresa de servicio de inversión cuando estuviese sujeta a la autorización de otros organismos supervisores o hubiese sido objeto de verificación e inscripción por la CNMV.

En segundo lugar, sistematiza el régimen de comunicación de los nombramientos y ceses de cargos de administración o dirección de las ESI y de sus entidades dominantes, así como de las SGIIC desde la concreción de las designaciones que se han de entender sujetas a tal requisito (tales como la de nuevos consejeros, cargos de dirección, director general u otro asimilado o consejero delegado de un consejero ya existente), mediante la procura de un concepto genérico sobre quienes adquieren tal condición (se considera que ostentan cargos de dirección los directores generales y quienes desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados), así como a través de la exoneración en el cumplimiento del citado deber informativo a los supuestos de reelección de consejeros y la designación de secretarios o vicesecretarios no consejeros.

En tercer lugar, se disciplina el régimen de comunicación de la estructura accionarial de las ESI y las SGIIC. Para ello concreta el contenido de la información en torno a la transmisión de acciones que formen parte de su capital, así como de forma anual, con base en la relación de todos sus accionistas directos y la persona o personas que, situadas al final de la cadena de participaciones, ostenten el control de la entidad.

En cuarto lugar, se regula el régimen de comunicación de la apertura y cierre de las sucursales en territorio nacional de las ESI y de las SGIIC autorizadas en España.

En quinto lugar, se muestra el régimen de comunicación de las ampliaciones o reducciones de las actividades e instrumentos incluidos en los programas de actividades de las ESI y las SGIIC con la finalidad de especificar cuáles son las prestaciones sobre las que no se aplicará tal deber informativo por ser entendidas como alteraciones de servicios y actividades ya autorizadas (artículo 6 de la Circular 1/2013, de 30 de enero, de la CNMV).

En sexto lugar, se sistematiza el régimen de comunicación de las modificaciones de estatutos de las ESI y de las SGIIC con la doble finalidad tanto de aclarar los supuestos que forman parte del citado deber y que no requieren de autorización previa por el órgano supervisor (artículo 7.1 y 2 de la Circular 1/2013, de 30 de enero), como de simplificar la remisión a la CNMV, al prever que las modificaciones de las actividades e instrumentos incluidos en los programas de actividades de las ESI y las SGIIC que no requieran autorización de la CNMV, deberán ser comunicadas a ésta con quince días hábiles de antelación a la fecha en que vayan a ser efectivas para su incorporación al registro.

En séptimo lugar, se formula el régimen de comunicación de las relaciones de agencia de las ESI con la pretensión de precisar el momento para su envío (antes del inicio de la actividad, así como al término de ésta), de concretar la extensión del requerimiento

Revista DBB 130.indb 331 26/09/13 10:38

(en torno a los datos identificativos, ámbito geográfico y material de actuación, así como socios y miembros del consejo de los agentes personas jurídicas), así como para prever como forma de remisión de la citada información el trámite telemático establecido al efecto por la CNMV, dentro del servicio sede electrónica/registro telemático mediante la utilización del sistema CIFRADOC/CNMV, de cifrado y firma electrónica, o del que en su caso, la CNMV tenga establecido al efecto en cada momento.

En octavo término, se regulariza el deber de comunicación de la delegación y rescisión de funciones administrativas, de control interno y de la actividad de análisis y selección de inversiones de las SGIIC, procediéndose a precisar tanto los plazos para su envío como el contenido de la información desde el requerimiento de la identificación del delegado, el detalle de las funciones y actividades delegadas y la delegación en entidades del grupo al que pertenezca la entidad.

En noveno lugar, se reglamenta el deber de comunicación de las modificaciones relativas a las entidades que se integran en el perímetro de consolidación de sus grupos consolidables y que supongan una alteración de los mismos desde la doble pretensión tanto de concretar los sujetos obligados —en torno a las entidades de constituidas conforme a lo dispuesto en el artículo 86. 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio— como de determinar como supuesto de comunicación la configuración de un grupo consolidable de ESI como consecuencia de la adquisición de nuevas entidades por una ESI, por cualquier accionista de ésta, o por cualquier otro motivo.

Finalmente, la Circular 1/2013, de 30 de enero, procede a fijar como forma de remisión de los deberes de comunicación, los modelos que en cada momento, la CNMV tenga establecidos al efecto y que sean publicados en su página *web* (<www.cnmv.es>), mediante el soporte y los requisitos técnicos que ésta determine.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

5. La Orden de 20 de marzo de 2013 sobre el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo de sociedades anónimas cotizadas y otros documentos y el equilibrio de género en los Consejos de administración de las sociedades cotizadas españolas

1. DEBATE LEGAL Y PROPUESTAS SOBRE LA INTRODUCCIÓN DE NORMAS IMPERATIVAS PARA CONSEGUIR EL EQUILIBRIO DE GÉNERO EN LOS CONSEJOS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

La profunda y petrificada brecha de género, innegable, existente en los Consejos de administración de todas las grandes empresas —en general— y de las empresas cotizadas —en particular— se mantiene o se ha agrandado estadísticamente en este siglo

Revista DBB 130.indb 332 26/09/13 10:38

XXI. En estos momentos de importante crisis de valores y económica en España, parece imposible que esa gran discriminación silenciosa desaparezca o se aminore, en un plazo en que podamos verlo nosotros —o, al menos, la próxima generación—, si no cambia decididamente la mentalidad —social y jurídica— sobre las cuestiones en juego.

En España la discriminación o segregación de género en la cúpula de mando de las grandes empresas es aún más grave y llamativa que en la mayoría de los sistemas jurídicos de la Unión Europea. En varios de ellos, incluida España, se han ensayado en estos últimos años medidas de responsabilidad social corporativa de carácter voluntario que pudieran incentivar un giro en la composición de los Consejos de administración de estas sociedades. Los resultados constantes e idénticos de estas medidas en todos los sistemas jurídicos europeos en que se han propuesto nos conducen siempre a la misma conclusión: las «medidas blandas» o «blandísimas», como códigos de control corporativo, orientaciones o invitaciones a las grandes empresas a que cambien voluntariamente su situación no dan resultados eficaces en ningún caso. No sirven.

A partir de aquí se abre una disyuntiva clave con tres teóricas opciones, que, en realidad, se reducen a dos:

— Es posible que el legislador —nacional o comunitario— ponga en marcha medidas no voluntarias, sino imperativas y con sanciones efectivas, que obliguen a las grandes empresas y a las sociedades cotizadas, a llegar a un equilibrio de género en sus órganos de dirección en un plazo razonable.
— Cabe que el legislador nacional no haga nada de nada, con lo que la situación de discriminación en los Consejos de estas sociedades se mantendrá siempre, salvo una —improbable por ahora— imposición comunitaria.
— Y en esta misma línea, es posible que el legislador nacional insista en medidas de carácter voluntario y sin sanción por incumplimiento, a sabiendas, porque está empíricamente comprobado que es así, de que no servirán absolutamente para nada.

Si nos fijamos en la respuesta que se está dando en los sistemas jurídicos de nuestro entorno vemos inmediatamente que está abierto el debate sobre la introducción de medidas obligatorias(21) o se ha optado ya por la introducción legal de medidas de carácter imperativo con sanciones de importancia. Por ejemplo, en Francia fue aprobada, a la sombra del Preámbulo de la Constitución, la Ley número 2011-103, de 27 de enero de 2011, relativa a la representación de las mujeres y los hombres en los Consejos de administración o de vigilancia de las grandes sociedades francesas(22).

---

(21) Es el caso de Alemania; v. gr., por todos, vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Alemania: una ley que lleve a las mujeres al Consejo de Administración», 31 de enero de 2011, en <http://jsanchezcalero.blogspot.com/2011/01/alemania-una-ley-que-lleve-las-mujeres.html>, que refleja la reacción inmediata de quienes se oponen a las iniciativas reguladoras por el ataque que podría suponer para la libertad empresarial.

(22) *Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes ausein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle,*

Revista DBB 130.indb 333 26/09/13 10:38

El texto es un verdadero hito jurídico porque de una forma rotunda alinea al sistema francés entre los reguladores «duros» del sistema de cuotas de género en los Consejos de administración de las grandes sociedades e impone importantes y efectivas sanciones —a las sociedades infractoras y a los propios Consejeros indebidamente nombrados— en caso de incumplimiento de su normativa imperativa. En general, la norma francesa entrará plenamente en vigor en su totalidad el 1 de enero del sexto año desde el año de publicación de la Ley, por lo que su aplicación total se dilata hacia el año 2017, pero en las empresas cotizadas se introduce la obligatoriedad de aplicación escalonada y ya en 2014 las empresas afectadas tendrán que alcanzar un mínimo del 20% de mujeres en sus consejos de vigilancia(23). En la tramitación de la ley gala se observó que las sanciones del texto definitivo deberían ser lo suficientemente fuertes como para ser disuasivas de nombramientos no paritarios, pero sin llegar a la dureza de las sanciones de Noruega, por el rechazo social que podría producirse y por el riesgo de censura del Consejo Constitucional(24). En consecuencia, las sanciones adoptadas están en una línea intermedia de rigor(25). Como se observa, queda muy atrás en el sistema francés, el recurso a mecanismos de *softlaw* o de Dere-

---

NOR: MTSX1001906L, Version consolidée au 29 janvier 2011, disponible en <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000023487662&dateTexte=&categorieLien=id>.

La Ley introduce obligatoriamente un 20% de presencia femenina en los consejos de dirección de las empresas grandes, con, al menos, 500 empleados o ingresos por ventas o activos anuales superiores a 50 millones de euros (en esas mismas empresas, cuando el consejo de administración se compone de más de ocho miembros, la diferencia entre el número de consejeros de cada sexo no podrá exceder de dos), y en los organismos públicos de carácter administrativo, industrial y comercial (todo ello ya en 2017, aunque con un mínimo de cumplimiento del 20% ya en 2014). En estas empresas, la proporción de la junta directiva o del consejo de vigilancia de cada sexo no podrá ser inferior al 20% después de la primera renovación tras la publicación de la Ley. En el caso del administrador persona jurídica, su representante permanente será la persona física tenida en cuenta en el momento de computar los miembros componentes de la junta directiva o del consejo de vigilancia de la empresa, y toda designación realizada en este punto sin intención de subsanar la irregularidad de la composición del Consejo es nula, pero ello no anulará los debates en los que hubiera participado irregularmente el representante permanente designado.

(23) Artículo 5.II de la Ley de 27 de enero de 2011: *«Dans les sociétés mentionnées aux chapitres V et VI du titre II du livre II du Code de commerce dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la proportion des administrateurs ou des membres du conseil de surveillance de chaques exene peut être inférieure à 20 % à l'issue de la première assemblée générale ordinaire qui suit le 1er janvier de la troisième année suivant l'année de publication de la présente loi».*

(24) Los fortísimos procedimientos sancionadores previstos en la legislación noruega se consideraron demasiado para la mentalidad y la naturaleza de la sociedad francesa a lo largo de la tramitación parlamentaria del texto legal: <http://www.senat.fr/rap/r10-045/r10-045_mono.html>.

(25) Las decisiones del consejo de vigilancia, al que le corresponde deliberar sobre la política anual de la empresa sobre empleo e igualdad, si no se respetara la cuota de género, serían válidas y a pesar del formato incorrecto del Consejo no sería impugnable el acuerdo adoptado por tales consejeros. Pero una vez transcurrido el plazo de ajuste necesario a la ley, el incumplimiento de la cuota en el consejo dará lugar a la nulidad automática de las decisiones de la Junta de socios sobre sus nombramientos, y a los consejeros no se les pagaría nada por asistir a las reuniones. En la tramitación parlamentaria se defendió que la nulidad de los nombramientos es un castigo fuerte, que priva al destinatario de todos los beneficios de su nombramiento, y que la suspensión del pago de sus retribuciones a los administradores permite suponer una evolución rápida de las sociedades hacia la paridad de género en los Consejos de las empresas afectadas. Estamos, pues, ante una especie de potenciación de la paridad por la cartera.

Revista DBB 130.indb 334 26/09/13 10:38

cho dispositivo, de Responsabilidad Social Corporativa de cumplimiento voluntario o de recomendaciones.

La Unión Europea no permanece ajena a este proceso de búsqueda de normas imperativas que propicien la igualdad de género en el Consejo. Se acaba de publicar, en noviembre de 2012, una Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo destinada, precisamente, a mejorar el equilibrio de género entre los administradores no ejecutivos de las empresas cotizadas y por la que se establecen otras medidas afines[26], que aporta varias medidas obligatorias para *acelerar*[27] el avance hacia la consecución de un equilibrio de género en los Consejos de administración de las sociedades cotizadas de la UE, con base en la aplicación del principio de igualdad de género[28]. La Propuesta tiene varios puntos flacos y lagunas, hace omisión de las diferentes composiciones de los Consejos de administración de las sociedades en la Unión Europea[29] y presenta defectos formales. A pesar de todo ello, refleja la preocupación de la Unión por la consecución de una forma de igualdad en los Consejos de las sociedades cotizadas que se propone conseguir, de una forma decidida, por el camino de la imperatividad, dado el fracaso que constata cuando se han utilizado fórmulas blandas o incentivadoras sin sanción para lograr dicho objetivo.

En resumen, el panorama de nuestro entorno jurídico —presente o previsible a corto plazo— es la regulación imperativa y con sanciones en caso de formación incorrecta del Consejo de administración de las sociedades cotizadas y/o grandes por razón de desequilibrio de género.

2. APROXIMACIÓN A LA ORDEN DE 20 DE MARZO DE 2013, SOBRE EL CONTENIDO DEL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS Y OTROS DOCUMENTOS

¿Y con estas perspectivas que acabo de resumir en el epígrafe precedente de ese trabajo, qué ha decidido hacer al respecto el legislador español? La respuesta la encontramos el pasado sábado 23 de marzo de 2013, en que se publicó en el *Boletín Ofi-*

---

(26) COM(2012) 614 final, 2012/0299 (COD), publicada el pasado 14 de noviembre de 2012.

(27) Artículo 1 de la Propuesta de Directiva. Entiendo que, en realidad, más que «acelerar» un proceso vivo, como dice de forma bastante optimista el legislador comunitario, la Propuesta aporta medidas para «poner en primera marcha» una forma de equilibrio de género en los Consejos de Administración de unas empresas muy concretas.

(28) Considerando (I) de la Propuesta de Directiva: «La igualdad entre mujeres y hombres es uno de los valores fundacionales y de los objetivos básicos de la Unión a tenor del artículo 2 y del artículo 3, apartado 3, del Tratado de la Unión Europea. De conformidad con el artículo 8 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea… la Unión se fijará el objetivo de eliminar las desigualdades entre el hombre y la mujer y promover su igualdad en todas sus acciones».

(29) Como recuerda brillantemente SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Crisis económica y Gobierno Corporativo», *Revista de Derecho Mercantil,* núm. 287, p. 71, con referencia a esta Propuesta, persisten dentro de la propia Unión Europea soluciones alternativas divergentes que condicionan la eficacia de alguna de las soluciones recomendadas.

Revista DBB 130.indb 335 26/09/13 10:38

cial del Estado la **Orden por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores**(30), que entró en vigor al día siguiente(31).

Esta Orden es la norma jurídica más reciente —que no la de más rango— en nuestro Derecho interno referente a la cuestión de género en los Consejos de administración, aunque su objeto es mucho más extenso, y se refiere al contenido de todo el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de cotizadas y cajas, como indica su extenso título(32).

A poco que nos adentramos en la norma encontramos la respuesta del legislador español. En la Exposición de Motivos —más bien explicación sin rotular— de la Orden se dice: «hay que resaltar que en el articulado de esta Orden se ha introducido una *obligación expresa de informar sobre las medidas que hayan podido adoptar las entidades, en su caso,* para procurar la inclusión de consejeras en los Consejos de administración. *Estas disposiciones no imponen una obligación* de adoptar este tipo de medidas, sino, *simplemente, de comunicar si la entidad ha optado o no por adoptarlas, y en caso afirmativo, de describirlas*»(33).

Una vez desvelada la intención firme del legislador en esta materia, la lectura del articulado de la Orden no es ya tan apetitosa. Desde ahora sabemos que no se introduce nada nuevo. No se incentiva a acabar con la brecha de género. No se proponen medidas eficaces. No se observa un propósito serio del legislador de acabar con la discriminación en la cúpula de administración de estas empresas. Sin embargo, el texto del articulado *sí* nos deparará alguna sorpresa jurídica.

Hay que ir al extenso artículo 5 de la Orden para conocer el contenido *mínimo* que debe incluirse en el Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas

---

(30) Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, Boletín Oficial del Estado de 23 de marzo de 2013, número 71, sec. I, p. 22957. El título es tan largo que he tenido que resumirlo para, valga la redundancia, titular este trabajo.

(31) Disposición final tercera, entrada en vigor. Conforme a la disposición final segunda de la Orden, la Comisión Nacional del Mercado de Valores queda habilitada para detallar, en el plazo máximo de tres meses desde la entrada en vigor de esta Orden, y con arreglo a lo expresado en ella, el contenido y estructura de los informes de gobierno corporativo y de remuneraciones regulados en la orden, a cuyo efecto podrá establecer modelos o impresos con arreglo a los cuales las diferentes entidades deberán hacer públicos los mismos.

(32) Conforme al artículo 1 de la Orden, tiene por objeto: a) determinar la estructura y el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, y de las cajas de ahorros y otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. b) Determinar la estructura y el contenido mínimo del informe anual sobre las remuneraciones de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros. c) Desarrollar las obligaciones relativas a otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

(33) La cursiva es mía.

Revista DBB 130.indb 336 26/09/13 10:38

cotizadas, estructurado en varios apartados[34]. La referencia al género en los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas aparece en el apartado tres de este artículo, en el bloque destinado a la estructura del órgano de administración, en la letra f). Tal letra f) no tiene rótulo, lo que contrasta con las letras anteriores del mismo apartado, siempre introducidas con un rótulo o título explicativo. Por las formas, me da la impresión de que el contenido de la «f)» va «en el montón del final», con las normas de menos importancia.

Ahí se nos dice que «El informe anual de gobierno corporativo deberá incluir información relativa al número de consejeras que integran el consejo de administración y sus comisiones, así como el carácter de tales consejeras; todo ello con indicación de la evolución de esta composición en los últimos cuatro años. Igualmente, se incluirá información sobre las medidas que, en su caso, se hubiesen adoptado para procurar incluir en su consejo de administración un número de mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres, así como las medidas que, en su caso, hubiese convenido la comisión de nombramientos para que, al proveerse nuevas vacantes: 1. Los procedimientos de selección no adolezcan de sesgos implícitos que obstaculicen la selección de consejeras. 2. La compañía busque deliberadamente, e incluya entre los potenciales candidatos, mujeres que reúnan el perfil profesional buscado. Cuando a pesar de las medidas que, en su caso, se hayan adoptado, sea escaso o nulo el número de consejeras, el consejo deberá explicar los motivos que lo justifiquen».

El Informe anual de gobierno corporativo de las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores sigue esta misma redacción en lo que respecta a nuestra materia, sin alteraciones sustanciales[35]. Y el In-

---

(34) Estructura de la propiedad de la sociedad; Funcionamiento de la junta general y desarrollo de sus sesiones; Estructura de la administración de la sociedad; Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo; Sistemas de control del riesgo; Una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera; Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas aprobado por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(35) El artículo 6 de la Orden recoge los datos que debe incluir el Informe anual de gobierno corporativo de las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. En su letra b) atiende a la «Composición de la asamblea general, consejo de administración y comisión de control, así como de las demás comisiones y órganos delegados o de apoyo, incorporándose la identidad de sus miembros, con indicación del número de consejeros o miembros, el carácter de los miembros del consejo, la representación de los grupos que ostentan y datos de asistencia de las asambleas anteriores en el caso de la asamblea general; además se incluirá la referencia a normas relativas al sistema de elección, nombramiento, aceptación y revocación de cargos; igualmente se incluirá la identidad del Presidente y Vicepresidente/s ejecutivos, en su caso, Director General y asimilados. El informe anual de gobierno corporativo deberá incluir información relativa al número de mujeres que integran el consejo de administración, sus comisiones y la comisión de control, así como el carácter de tales consejeras; todo ello con indicación de la evolución de esta composición en los últimos cuatro años. Igualmente, se incluirá información sobre las medidas que, en su caso, se hubiesen adoptado para procurar incluir en su consejo de administración un número de mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres, así como las medidas que, en su caso, la comisión de retribuciones y nombramientos convenga para que al proveerse nuevas vacantes: 1. Los procedimientos de selección no adolezcan de ses-

Revista DBB 130.indb 337 26/09/13 10:38

forme anual de gobierno corporativo de las entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales se remite sin más al 5.3.f) de la propia Orden[36].

Eso sí: conforme al principio de transparencia informativa[37], la información a incluir en el informe anual de gobierno corporativo y en el informe anual sobre remuneraciones de las entidades obligadas por esa Orden habrá de ser *clara, íntegra y veraz*, sin que pueda incluirse información que pueda inducir a error o confusión al inversor al objeto de hacerse un juicio fundado de la entidad. Es alentador que el legislador considere que la información no deba ser oscura o falsa, ni inducir a error: ¡no faltaba más! En todo caso, son de aplicación los principios generales del Derecho y las normas específicas civiles y mercantiles —sin mencionar las penales o administrativas— que persiguen una posible falsedad o la oscuridad. Y desde luego, a los efectos de consecución de equilibrio de género en los consejos se trata de una previsión completamente inútil, pues carece de sanción. De poco o nada servirá una información «espejo» de una situación discriminatoria por razón de género en los Consejos suficientemente conocida por todos y en la que casi nadie, o nadie, cae en error informativo alguno: las mujeres brillan por su ausencia en los Consejos de nuestras cotizadas.

La Orden de 2013 no dice nada más sobre esta cuestión. Y esto me parece sorprendente y desalentador, pues, además de demostrar que el legislador ni respalda ni confía en sus propias normas, refleja desprecio o indiferencia por la jerarquía normativa y las normas superiores en rango a la reciente Orden. Me refiero a la Ley de igualdad, Ley orgánica 3/2007, de 22 de marzo[38], para la igualdad efectiva de mujeres y hombres, que recogió los entonces requerimientos comunitarios de igualdad entre sexos[39] y diseñó *ex novo* un amplio conjunto de medidas para promover la igualdad efectiva de mujeres y hombres en distintos ámbitos de la vida social —y también en las empresas privadas—. Una de las medidas que establece esta Ley de igualdad para lograr la igualdad real y efectiva de mujeres y hombres es el impulso a la participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles priva-

---

gos implícitos que obstaculicen la selección de consejeras. 2. La caja busque deliberadamente entre los consejeros generales, mujeres que reúnan el perfil profesional buscado. Cuando a pesar de las medidas adoptadas, en su caso, sea escaso o nulo el número de consejeras, el consejo deberá explicar los motivos que lo justifiquen».

(36) El artículo 7 de la Orden, sobre Informe anual de gobierno corporativo de las entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales, letra c), sobre Estructura de la administración de la entidad, dice que habrá que incluir la información relativa al número de consejeras que integran el consejo de administración y sus comisiones, u órganos equivalentes, en los términos previstos en el artículo 5.3.f) de la propia Orden.

(37) Artículo 2 de la Orden.

(38) Publicada en el *Boletín Oficial del Estado* del 23 de marzo de 2007 y entró en vigor al día siguiente, con excepción de lo previsto en el artículo 71.2 —referido a «factores actuariales» en contratos de seguros o afines— que entró en vigor el 31 de diciembre de 2008.

(39) Como la entonces Directiva 2002/73/CE, de igualdad de trato entre hombres y mujeres, refundida en la Directiva 2006/54/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y la Directiva 2004/113/CE del Consejo, de 13 de diciembre de 2004, sobre aplicación del principio de igualdad de trato entre hombres y mujeres en el acceso a bienes y servicios de suministro.

Revista DBB 130.indb 338 26/09/13 10:38

das. Impulsa la participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles privadas en el artículo 75 de la Ley, que es el último artículo del pequeño Título VII rotulado «La igualdad en la responsabilidad social de las empresas»(40). Dicho artículo 75 de la Ley de igualdad dice: «Participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles. Las sociedades obligadas a presentar cuenta de pérdidas y ganancias no abreviada procurarán incluir en su Consejo de administración un número de mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres en un plazo de ocho años a partir de la entrada en vigor de esta Ley. Lo previsto en el párrafo anterior se tendrá en cuenta para los nombramientos que se realicen a medida que venza el mandato de los consejeros designados antes de la entrada en vigor de esta Ley».

Puede discutirse la naturaleza de este artículo, imperativa o dispositiva, y hasta su inclusión en un texto de la jerarquía de una Ley Orgánica que puede alcanzar o no realmente a su contenido (hay que tener presente que el artículo 75 es un precepto ordinario pero incluido en una Ley orgánica y en el que se desarrollan derechos fundamentales reconocidos, a nivel más alto, en la Constitución española). Pero de lo que no cabe duda es de que se trata de un texto de elevado rango jerárquico —en realidad con un rango en la jerarquía normativa del que carece, por más que se quiera disimular por los «cruzados del neoliberalismo», el *softlaw,* y del que carece también la nueva Orden—, que incorporó unos valores concretos en esta materia y que parecía mucho más exigente en los plazos y en los objetivos a lograr, a pesar de que hablamos de una Ley Orgánica de hace más de cinco años. Una vez más, el legislador español posterior a este precepto lo silencia y lo ignora por completo, sin ni siquiera aludirlo. Ello me parece inadmisible.

Desde luego, la nueva Orden permanece alejada por completo de los nuevos aires de regulación imperativa y/o con sanciones por incumplimiento que se respiran en otros sistemas de nuestro entorno jurídico. Me parece muy cuestionable que se vuelva en España a los viejos e inútiles criterios de normas de «cumple si te parece» para las sociedades cotizadas, dejando una vez más a nuestro Ordenamiento ajeno al cambio en el ambiente jurídico del entorno y vagando en solitario y a destiempo por caminos del *softlaw* que se han comprobado insatisfactorios por su ineficacia.

Sigue quedando un enorme trecho por recorrer en el campo societario español de las empresas cotizadas y Cajas de Ahorros para llegar a conseguir el objetivo que se fijó ya en 2007 en la Ley de igualdad para la composición equilibrada por razón de género en los órganos de administración de dichas empresas. Parece que el legislador de 2013 insiste en la nueva Orden, en esta materia, en la línea del *softlaw.* Con esta inercia lo probable es que no se consiga cambiar la situación y que nuestro Ordenamiento siga en las antípodas de cualquier forma de equilibrio de género en los Consejos.

---

(40) Con la inclusión de este apartado específico se sigue una «tendencia constante y creciente en nuestro tiempo», como manifestó EMBID IRUJO, J.M., «Igualdad de género y poder de decisión en la empresa. La participación de las mujeres en los Consejos de administración de las sociedades mercantiles», *El Cronista del Estado social y democrático de Derecho*, Iustel, número 0, octubre de 2008, p. 86.

Revista DBB 130.indb 339 26/09/13 10:38

Quizá tenga razón el legislador comunitario cuando, al presentar la nueva Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo destinada a mejorar el equilibrio de género entre los administradores no ejecutivos de las empresas cotizadas, ya referida, dice que algunos Estados de la Unión necesitan de su ayuda o concurso para evitar un modelo jurídico con competencia normativa «a la baja» y sometido peligrosamente, además, a las presiones de la «comunidad empresarial»(41) y se coloca en un plano superior a sus miembros al considerar que los Estados son incapaces de regular eficazmente cuestiones jurídicas delicadas, como la del género en los Consejos, que puedan poner en peligro su competitividad jurídica.

Parece que el legislador español tira la toalla en la batalla por el equilibrio de género en nuestros Consejos antes de comenzarla. A la vista de nuestra pobre evolución reciente en esta cuestión, es posible que sea el legislador comunitario el que tenga que dar un paso más allá del Derecho dispositivo y del *softlaw* para que nuestras empresas cotizadas españolas sí puedan llegar a alcanzar ese objetivo de igualdad en sus Consejos de administración. Para otro momento ha de quedar que la Ley trate de asegurar que la igualdad se alcance entre los más capaces, pues si la igualdad se alcanzase entre amigos e incapaces para ese viaje no harían falta estas alforjas. Quizás, por desgracia, esto último sea incluso más difícil que alcanzar la paridad. Pienso que, al menos, ésta debería ser una imprescindible enseñanza a extraer de la profunda crisis española de los últimos años.

M.ª Isabel Huerta Viesca(42)

6. IMPORTANCIA DEL ORDEN DEL DÍA DE LA JUNTA ORDINARIA Y VALIDEZ DEL ACUERDO DE NO EJERCITAR LA ACCIÓN SOCIAL DE RESPONSABILIDAD CONTRA LOS ADMINISTRADORES SOCIALES

Es interesante la Sentencia dictada por la Sección 28 de la Audiencia Provincial de Madrid el pasado 1 de marzo de 2013 que resolvía el recurso de apelación inter-

(41) «Solo una medida a escala de la UE puede contribuir eficazmente a garantizar unas condiciones de igualdad en toda la Unión y evitar complicaciones prácticas para la vida empresarial…»: EM, 3, Aspectos jurídicos de la Propuesta, Subsidiariedad, y Considerando (14) de la Propuesta. Vid. también el Considerando (37) de la Propuesta: «el equilibrio de género en esos Consejos en toda la Unión solo puede mejorar mediante un enfoque común, y el potencial de igualdad de género, competitividad y crecimiento puede aprovecharse mejor mediante una acción coordinada a nivel de la Unión que con iniciativas nacionales de distinto alcance, ambición y eficacia… Dado que los objetivos de la presente Directiva no pueden ser alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros y pueden, por consiguiente, debido a la dimensión y los efectos de la acción, alcanzarse mejor a escala de la Unión, esta puede adoptar medidas, de acuerdo con el principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado de la Unión Europea».

(42) <ishuerta@uniovi.es>.

Revista DBB 130.indb 340 26/09/13 10:38

puesto frente a la Sentencia dictada por el Juzgado Mercantil núm. 1 de Madrid el 10 de marzo de 2010.

El procedimiento judicial se inició por varios accionistas de una sociedad, que representaban el 28% del capital social y que solicitaban al Juzgado la declaración de nulidad e invalidez de la junta general ordinaria de la sociedad celebrada el 30 de junio de 2008 o la declaración de nulidad de determinados acuerdos adoptados en ésta. La Sentencia desestimó íntegramente la demanda condenando al pago de las costas a la parte actora. Frente a dicha Sentencia se interpuso recurso de apelación por los accionistas demandantes.

En la demanda se alegaba la nulidad de los acuerdos de la junta general por incurrir su convocatoria en vicios. En el orden del día de la junta ordinaria de la sociedad no se incluyó la censura de la gestión social que, como establecía el entonces vigente artículo 95.1 LSA, era contenido mínimo y necesario de la junta ordinaria. El vigente artículo 164 LSC, que prevé el contenido mínimo de la junta ordinaria, también lo contempla, pero con una redacción diversa, al señalar que ésta se reunirá para, en su caso, aprobar la gestión social. El Juzgado desestimó esta pretensión al considerar que, pese a no haberse adoptado un acuerdo expreso de censura o aprobación de la gestión social, este asunto debía entenderse tratado bajo otros puntos. La AP de Madrid no comparte el criterio acogido por el Juzgado y señala que la censura de la gestión social tiene identidad propia y no puede entenderse comprendida en otros acuerdos, como el relativo al ejercicio de la acción social de responsabilidad o la aprobación de las cuentas anuales o del informe de gestión. Sobre la base de este argumento, la AP acoge este motivo del recurso y declara la nulidad de los acuerdos propios de la junta ordinaria: de aprobación de las cuentas anuales y de la propuesta de aplicación del resultado.

Sin embargo, este vicio no puede acarrear la nulidad de los demás acuerdos que, aunque pueden adoptarse en junta ordinaria, no constituyen materia mínima o propia de la misma (Fundamentos Jurídicos Segundo y Tercero).

Me interesa detenerme en otro de los acuerdos impugnados. La junta general ordinaria adoptó el acuerdo de no ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores sociales por las conductas concretas que fueron expuestas por el accionista solicitante del complemento de convocatoria, determinante de su inclusión en el orden del día. Los demandantes y recurrentes instaron la nulidad del acuerdo alegando abuso de derecho en su adopción. Por su claridad, transcribimos la fundamentación de la AP para rechazar la pretensión de nulidad inspirada en el abuso de derecho:

> «1.ª) porque en esta materia resulta fundamental que se respete la voluntad soberana de la junta, obtenida por mayoría, que ha de apreciar no sólo la concurrencia de los presupuestos legales para el ejercicio de la acción sino también valorar otros aspectos, como la posibilidad de que ésta pueda prosperar en función de múltiples circunstancias (claridad de los hechos, material probatorio disponible, etc.), la relación entre el coste de la misma y el posible beneficio obtenible (gastos previsibles, solvencia del futuro demandado, etc.) e incluso razones de oportunidad (afectación al prestigio de la entidad, posibles soluciones alternativas al conflicto planteado, mantenimiento de la confianza otorgada al administrador, etc.), por lo que salvo que hubiesen concurrido

Revista DBB 130.indb 341 26/09/13 10:38

> defectos de forma en la adopción del acuerdo resultaría difícil que pudiera éste ser atacado por motivos de fondo; y 2.ª) porque además el legislador ya ha previsto la oportuna garantía específica para satisfacer el derecho del minoritario que, como es el caso de los demandantes, alcancen el 5% de representación en el capital social (en este caso superan el 28%), pues pueden ellos ejercitar por sí mismos, de modo subsidiario, la acción en defensa del interés social ante la negativa de la mayoría a hacerlo (artículo 134 del TRLSA). Gozando de tal facultad carece de sentido tratar de atacar una decisión soberana de la junta general de socios que además no puede vetar el ejercicio de la acción por el que clama la parte demandante, sin que las referencias que se efectúan a un pacto de sindicación de votos entre un sector de los socios de la entidad entrañe ningún dato relevante a estos efectos». [Fundamento Jurídico Quinto].

Comparto íntegramente los criterios acogidos por la AP de Madrid en relación con este último acuerdo. No existe ningún abuso de la mayoría por su adopción. Los accionistas impugnantes del acuerdo, que tienen el 28% del capital social, podrían ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores sociales desde el mismo momento en que este acuerdo contrario al ejercicio de la acción se adoptó (artículo 239 LSC). Sí podría cuestionarse la tesis de la AP de Madrid si la distribución del capital social de la sociedad impidiera el ejercicio de la acción a la minoría. Ello podría ocurrir cuando, por ejemplo, el accionista mayoritario tuviera el 97% del capital social y los demás accionistas tuvieran el 3% restante. Al no alcanzar éstos el 5% del capital social, que es el porcentaje que exige la LSC para el ejercicio de la acción social por los accionistas, el acuerdo contrario de la junta general determinaría la imposibilidad de que la minoría entablara la acción. Como decimos, en este caso, mejor suerte podría seguir la doctrina del abuso de derecho para lograr la nulidad del acuerdo.

Blanca Villanueva García-Pomareda

7. Desarrollo de la Directiva 2011/61/UE sobre Fondos de Inversión Alternativos mediante el Reglamento Delegado núm. 231/2013 y el Reglamento de Ejecución núm. 447/2013 de la Comisión

1. El protagonismo que han tenido en la génesis y desarrollo de la crisis financiera los *hedge funds* o fondos de inversión libre, denominados en el Derecho comunitario Fondos de Inversión Alternativos (FIA) y regulados en nuestro Derecho dentro de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre y la relevancia que siguen teniendo en nuestro mercado financiero en particular (donde podemos leer: «*Los hedge fund, decisivos en la OPA de IAG sobre Vueling*», en el diario *Expansión* de 19 de abril de 2013, p. 6; o «*Los fondos buitre empiezan a comprar activos bancarios*», en el diario *Expansión* de 6 de mayo de 2013, p. 11) recomiendan

Revista DBB 130.indb 342 26/09/13 10:38

estar especialmente atentos a las novedades regulatorias que se produzcan en esta materia [v. nuestro estudio con Sánchez-Calero, J., sobre «Fondos de Inversión Alternativos. Crisis y regulación. Verdades y mentiras (Hedge Funds. Crisis and regulation. Trues and Lies)», *E-Print*, núm. 2013/72 del Departamento de Derecho Mercantil, en la página web de la Biblioteca de la Universidad Complutense de Madrid, febrero 2013].

2. En tal sentido, la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010 (DOUE L 174 de 1-7-2011) (ver nuestra noticia «La Directiva 2011/61/UE sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos», en esta *RDBB* 123, 2011, pp. 307 y ss.) ha sido objeto de desarrollo reciente por sendos Reglamentos de la Comisión de los que damos noticia.

3. En primer lugar, el Reglamento Delegado (UE) núm. 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión (DOUE 22-03-2013, L 83). Como indica su propio nombre, este Reglamento —que entra en vigor el 22 de julio de 2013 (artículo117)— desarrolla de forma detallada, en sus 117 artículos, algunos de los elementos esenciales de la regulación comunitaria de este tipo de fondos (FIA), de sus Gestores (GFIA), de sus depositarios y de la actuación de unos y otros. En efecto:

   a. En cuanto se refiere al ámbito de aplicación de la Directiva y, en concreto, a las exenciones de sujeción a ella de los GFIA, se desarrolla el artículo 3.2 de la Directiva fijando la forma de cálculo de los activos gestionados (artículos 2 a 5).
   b. En cuanto se refiere a los efectos de estos FIA en los mercados financieros y, en concreto, al apalancamiento, se desarrolla el artículo 4.3 de la Directiva fijando la forma de calcularlo y otros aspectos (artículos 6 a 11).
   c. En cuanto se refiere a las condiciones de autorización de los GFIA, se desarrollan los artículos 9.7 y 15 de la Directiva estableciendo los fondos propios adicionales y las condiciones del seguro de responsabilidad civil profesional que deben presentar los GFIA cuando opten por cubrir este tipo de riesgos mediante un seguro (artículos 12 a 15).
   d. En cuanto se refiere a las condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA, se desarrollan, en primer lugar, los requisitos operativos y, dentro de ellos:

      i. En primer lugar, los principios generales de aquella actuación establecidos en el artículo 12.1 de la Directiva (artículos 16 a 29).
      ii. En segundo lugar, en cuanto se refiere a los efectos de estos FIA en las sociedades en las que invierten, se desarrolla el artículo 14 de la Directiva sobre el régimen de los conflictos de interés (artículos 30 a 37).

Revista DBB 130.indb 343 26/09/13 10:38

iii. En tercer lugar, se desarrolla el artículo 15 de la Directiva en cuanto a la gestión del riesgo de sus unidades operativas, incluida la de gestión de carteras (artículos 38 a 45).

iv. En cuarto lugar, el Reglamento delegado desarrolla el artículo 16 de la Directiva en cuanto a la gestión de la liquidez (artículos 46 a 49).

v. En quinto lugar, el Reglamento delegado desarrolla el artículo 17 de la Directiva sobre la inversión en posiciones de titulización (artículos 50 a 56).

e. Seguidamente, en cuanto a las condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA, el Reglamento delegado desarrolla los requisitos de organización de los GFIA establecidos en los artículos 12 y 18 de la Directiva, empezando por los principios generales (artículos 57 a 66) y siguiendo por la valoración que deben hacer los GFIA de los activos de los FIA que administra, establecidos en el artículo 19 de la Directiva (artículos 67 a 74).

f. Acto seguido, el Reglamento delegado desarrolla los requisitos para que un GFIA pueda delegar en terceros una o varias de sus funciones establecidos en el artículo 20 de la Directiva (artículos 75 a 82).

g. El Reglamento delegado desarrolla después el estatuto del depositario en cuanto se refiere a los siguientes aspectos.

i. El requisito del contrato escrito establecido en el artículo 21.2 de la Directiva (artículo 83).

ii. Los criterios generales para evaluar la regulación y supervisión prudenciales de los depositarios en terceros países establecidos en el artículo 21.6.h) de la Directiva (artículo 84).

iii. Las funciones del depositario, en particular, sus obligaciones de diligencia de vida y de separación establecidos en el artículo 21.7, 8, 9 y 11 de la Directiva (artículos 85 a 99).

iv. La pérdida de instrumentos financieros en custodia y la posible exención de responsabilidad legal o contractual en virtud del artículo 21.12 y 13 de la Directiva (artículos 100 a 102).

h. Por último, el Reglamento delegado desarrolla los requisitos de transparencia de los GFIA, el régimen de apalancamiento, las normas relativas a terceros países y al intercambio de información sobre las posibles consecuencias de la actividad de los GFIA que se establecen en los distintos apartados de los artículos 22, 23 y 24 de la Directiva (artículos 103 a 116).

4. En segundo lugar, el Reglamento de Ejecución (UE) núm. 447/2013 de la Comisión, de 15 de mayo de 2013, por el que se establece el procedimiento aplicable a los GFIA que opten por acogerse a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (DOUE 16-05-2013, L 132). Este Reglamento desarrolla el procedimiento de autorización de los Gestores de FIA (GFIA) que cumplan las condiciones que les permitan beneficiarse de una exención parcial de los requisitos generales exigibles a los GFIA, conforme a lo previsto en el artículo 3.2 de la Di-

Revista DBB 130.indb 344 26/09/13 10:38

rectiva 2011/61/UE; quienes deberán seguir el procedimiento de solicitud de autorización previsto en el artículo 7 de dicha Directiva.

5. En conclusión, los dos Reglamentos de la Comisión de los que damos noticia desarrollan la ya muy compleja regulación de los GFIA contenida en la Directiva 2011/61/UE y, en su deseo de regular en detalle el régimen de los GFIA y de sus depositarios, alcanzan cotas de complejidad difíciles de alcanzar. En todo caso, su conocimiento resulta imprescindible para la adecuada aplicación de la Directiva citada y de las normas que, en cada país, adapten sus mandatos armonizadores.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. DERECHO DE LA COMPETENCIA, *«PRIVATE ENFORCEMENT»* Y EL PRINCIPIO DE TUTELA JURISDICCIONAL EFECTIVA

La invocación de la violación de derechos fundamentales es cada vez más frecuente en el marco de acciones de anulación de las decisiones sancionatorias que la Comisión adopta en tanto que autoridad encargada de velar por que la competencia en el mercado interior no sea distorsionada(43). *Europese Gemeenschap c. Otis NV y otros*(44) forma parte de este grupo de asuntos en los que la interacción entre el ámbito de los derechos fundamentales y el del derecho de la competencia se pone de mayor manifiesto.

Europese Gemeenschap c. Otis NV y otros concernía la interpretación del principio de tutela judicial efectiva, tal y como se encuentra recogido en el artículo 47 de la Carta. Con arreglo al primer párrafo de esta disposición, toda persona cuyos derechos y libertades garantizados por el Derecho de la Unión hayan sido violados tiene derecho a la tutela judicial efectiva respetando las condiciones establecidas en el presente artículo. Este asunto encuentra su origen en una cuestión prejudicial planteada por un tribunal belga en el marco de un litigio privado que enfrentaba a la Unión Europea, representada por la Comisión, y a varias empresas de ascensores.

---

(43) A este respecto, v. las sentencias del Tribunal de Justicia relativas, entre otros, al secreto profesional y la protección de las comunicaciones de los abogados de empresa en el marco de una investigación por infracción de las normas de competencia, y al grado de escrutinio al que los propios tribunales europeos han de someter las decisiones de la Comisión en el marco de una acción de anulación. En particular, la STG de 12 de diciembre de 2007, Akzo Nobel y otros c. Comisión, T-112/05, Rec. p. II-5049, y la STJUE de 10 de septiembre de 2009, Akzo Nobel e.a. c. Comisión, C-97/08 P, Rec. p. I-8237, y STG de 19 de mayo de 2010, Chalkor c. Comisión, T-21/05, Rec. p. II-1895, y STJUE de 8 de diciembre de 2011, Chalkor c. Comisión, C-386/10 P, todavía no publicada.

(44) STJUE de 6 de noviembre de 2012, Europese Gemeenschap c. Otis NV y otros, C-199/11, todavía no publicada.

Revista DBB 130.indb 345 26/09/13 10:38

Conviene señalar, en tanto que antecedentes del litigio, que en el año 2007, la Comisión constató la existencia de una serie prácticas de repartición de mercados y de fijación de precios por parte de varios fabricantes europeos de ascensores. La Comisión concluyó que dichas prácticas constituían una violación del artículo 101 TFUE e impuso, por esta razón, una multa de casi 1.000 millones de euros a las empresas implicadas. Se trata de la tercera multa más elevada en la historia de la institución europea(45). Por su parte, las empresas concernidas intentaron impugnar sin éxito la decisión de la Comisión, primero ante el Tribunal General(46) y, posteriormente, ante el Tribunal de Justicia(47).

La peculiaridad de este asunto reside en que, a la luz de la constatación de dicha infracción y del carácter firme de la resolución contra las empresas, la Unión Europea, a través de la Comisión, inició acciones privadas de daños y perjuicios ante la jurisdicción nacional belga por considerar haber sido víctima de la aplicación de precios supracompetitivos en la adquisición y mantenimiento de ascensores en varios de los edificios de sus instituciones. En efecto, la sociedad Otis y otras empresas mantenían contratos de instalación y mantenimiento de equipos en los edificios del Parlamento, del Consejo y de la propia Comisión, tanto en sus sedes de Bruselas como de Luxemburgo. En estas circunstancias, la cuestión principal que se planteó era la de saber si el derecho a la tutela judicial efectiva se encontraba adecuadamente respetado en el marco de un litigio dado que, por un lado, la Comisión había adoptado la decisión que constataba y multaba la infracción de Derecho de la competencia, y, por otro, esta misma institución representaba a la Unión en la reclamación de daños y perjuicios supuestamente sufridos por la infracción constatada. Las empresas demandadas alegaron que la violación del derecho a la tutela judicial efectiva era aún más manifiesta atendiendo al hecho de que, de acuerdo con el Reglamento núm. 1/2003(48), cuando los órganos jurisdiccionales nacionales se pronuncien sobre acuerdos, decisiones o prácticas en virtud de los artículos de competencia del Tratado que ya hayan sido objeto de una decisión de la Comisión, no podrán adoptar resoluciones incompatibles con esta última(49).

En su sentencia, el Tribunal de Justicia examinó separadamente las manifestaciones del derecho a la tutela judicial efectiva que, a juicio de las demandadas en el litigio

---

(45) Decisión de la Comisión, de 21 de febrero de 2007, relativa a un procedimiento de conformidad con el artículo 81 del Tratado CE (Asunto COMP/E-1/38.823 – Ascensores y escaleras mecánicas) [C(2007) 512 final].

(46) STG de 13 de julio de 2011, Schindler Holding e.a. c. Comisión, T-138/07, todavía no publicada; STG de 13 de julio de 2011, General Technic-Otis c. Comisión, T-141/07, T-142/07, T-145/07 et T-146/07, todavía no publicada; STG de 13 de julio de 2011, ThyssenKrupp Liften Ascenseurs c. Comisión, T-144/07, T-147/07 a T-150/07 y T-154/07, todavía no publicada; y STG de 13 de julio de 2011, Kone e.a. c. Comisión, T-151/07, todavía no publicada.

(47) V. ATJUE de 15 de junio de 2012, United Technologies c. Comisión, C-493/11 P, todavía no publicado; ATJ de 15 de junio 2012, Otis Luxembourg (antiguamente General Technic-Otis) c. Comisión, C-494/11 P, todavía no publicado.

(48) Reglamento (CE) núm. 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado.

(49) V. artículo 16, apartado 1, del Reglamento núm. 1/2003.

Revista DBB 130.indb 346 26/09/13 10:38

nacional, se veían vulneradas en el presente caso, a saber, el derecho de acceso a un tribunal en el sentido de la Carta, el principio *nemo iudex in sua causa* y el principio de «igualdad de armas».

En primer lugar, respecto al derecho de acceso a un tribunal, el Tribunal de Justicia reiteró que un «tribunal», en el sentido del artículo 47 de la Carta, es aquel que tiene el poder de considerar todas las cuestiones de hecho y de derecho que resultan relevantes en el asunto que se presenta ante él(50). Sobre esta base, examinó si es contrario al derecho de acceso a un «tribunal» la circunstancia de que, de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento núm. 1/2003, las decisiones de la Comisión que constatan una violación del derecho europeo de la competencia vinculen al juez nacional en una acción de daños y perjuicios como la descrita en este asunto. Ahora bien, según el Tribunal de Justicia, la respuesta no podía ser más que negativa. En realidad, el Tribunal de Justicia consideró que se trata del resultado de la división específica de poderes entre los tribunales nacionales y la Comisión. Cuando la Comisión adopta una decisión sancionatoria, la empresa concernida tiene a su disposición un sistema completo de revisión de la legalidad a la luz del Derecho de la Unión, lo cual incluye la acción de anulación ante el Tribunal General y el recurso de casación ante el Tribunal de Justicia. En el presente asunto, el Tribunal de Justicia observó que tanto Otis como el resto de compañías concernidas habían hecho uso de las posibilidades de recurso brindadas por el Tratado.

En segundo lugar, respecto al principio *nemo iudex in sua causa*, esto es, nadie ha de ser juez en su propia causa, el Tribunal de Justicia estimó que, aunque el tribunal nacional se encuentra vinculado, en virtud de las normas europeas, por la decisión de la Comisión por lo que se refiere a la existencia de una práctica anticompetitiva, la constatación de dicha práctica es solamente uno de los elementos que fundamentan una acción de daños y perjuicios. Existen otros elementos que deben ser analizados por el tribunal conocedor de esta acción, en particular, la existencia de una pérdida real sufrida por el demandante, y la existencia de un nexo de causalidad. Por ello, según el Tribunal de Justicia, el tribunal nacional dispone de su propia esfera de discreción cuando examina una acción en contra del demandado, y la Comisión no puede ser considerada por ello juez y parte en su propia causa.

En tercer lugar, respecto al principio de igualdad de armas, el Tribunal de Justicia ha establecido que dicho principio es el corolario del concepto mismo de proceso justo y que implica la obligación de ofrecer a cada parte una oportunidad razonable de presentar su causa, incluidas sus pruebas, en condiciones que no la coloquen en una situación de clara desventaja con respecto a su adversario(51).

En sus alegaciones, las demandantes hicieron valer que, dado el doble papel de la Comisión, en tanto que autoridad encargada de velar, por un lado, por que el derecho

---

(50) Sentencia Europese Gemeenschap c. Otis NV y otros, *supra* 2, apartado 49.

(51) Sentencia Europese Gemeenschap c. Otis NV y otros, *supra* 2, apartado 71. V. también la STJUE de 21 de septiembre de 2010, Suecia y otros c. API y Comisión, C-514/07 P, C-528/07 P y C-532/07 P, Rec. p. I-8533, apartado 88.

Revista DBB 130.indb 347 26/09/13 10:38

de la competencia sea respetado en el seno de la Unión Europea, y como demandante de daños y perjuicios, por otro, ésta gozaba de una posición privilegiada que tenía como resultado el riesgo evidente de que la información confidencial recopilada y requisada en el marco del procedimiento administrativo sancionador fuera empleada en el marco de la acción civil, violando así el principio de igualdad de armas. Además, esta posibilidad no se encontraría a disposición de un demandante ordinario de daños, y generaría el incentivo de que la Comisión dirija sus investigaciones a infracciones que, consiguientemente, pudieran reportarle una compensación.

El Tribunal de Justicia ha rechazado el argumento anterior sobre la base de las dos premisas siguientes. En primer lugar, la carga de la prueba de demostrar un desequilibrio entre las partes recae en la persona que lo sufre. Y, de acuerdo con el Tribunal de Justicia, los demandados no habían sido capaces de demostrar tal discriminación en este asunto en particular. De acuerdo con el Tribunal de Justicia, los documentos en el litigio nacional demostraban que la Comisión no había divulgado ninguna información confidencial al tribunal nacional(52). En segundo lugar, de acuerdo con el Tribunal de Justicia, la circunstancia de que tanto la decisión sancionatoria como la decisión de ejercitar la acción de indemnización fuesen adoptadas por el Colegio de miembros de la Comisión no desvirtúa lo anterior, puesto que el Derecho de la Unión contiene garantías suficientes para asegurar el respecto al principio de igualdad de armas(53).

El Tribunal de Justicia no encontró ninguna razón particular que impidiera a la Comisión ejercer una acción de daños y perjuicios ante el tribunal nacional, en representación de la Unión Europea, solicitando la reparación por las pérdidas causadas por un comportamiento anticompetitivo cuando la Comisión ha constatado dicha infracción previamente.

Juan Ignacio Signes de Mesa

9. LOS DEPÓSITOS DE DINERO COMO ELEMENTOS AFECTOS AL RESCATE DE UNA ENTIDAD DE CRÉDITO

La negativa experiencia de la crisis financiera de Chipre suscitó el debate sobre el papel que debían jugar los depositantes bancarios ante crisis de entidades de crédito. Quizás sea más correcto decir que lo que se planteó es el papel de sus depósitos de dinero puesto que la novedad del rescate del sistema chipriota pasaba por utilizar parte de los fondos depositados por los clientes en el saneamiento de las entidades. La so-

(52) V. artículo 28, apartado 1, del Reglamento núm. 1/2003.

(53) Sentencia Europese Gemeenschap c. Otis NV y otros, *supra* 2, apartado 75. Vid., artículos 339 TFUE y 28 del Reglamento núm. 1/2003, así como el punto 26 de la Comunicación de la Comisión relativa a la cooperación entre la Comisión y los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros de la UE para la aplicación de los artículos 81 y 82 CE.

Revista DBB 130.indb 348 26/09/13 10:38

lución provocó en su momento una notable y lógica convulsión dado que suponía utilizar con esa finalidad de saneamiento recursos patrimoniales que hasta ahora habían permanecido fuera de discusión.

El antecedente chipriota dejó una serie de debates de mayor alcance que han ocupado en los últimos meses a las instituciones europeas y que ya con un carácter general y más reposado, han pretendido dar respuesta a una cuestión fundamental: ¿cabe utilizar los depósitos de los clientes en el rescate bancario? La pregunta parece sencilla pero, como se adivina con facilidad, apunta a uno de los grandes problemas que afronta la Unión Europea y la regulación de su sistema financiero. Porque las cuestiones sobre los depositantes pasan por resolver una jerarquía de paganos ante la insolvencia de una entidad. Nos encontramos con la lógica reacción que comporta la aplicación de ingentes sumas de recursos públicos (el dinero de los contribuyentes en la expresión más precisa) para el rescate de distintas entidades y en varios Estados europeos. Esos programas han generado una reacción social que se plantea si no se está haciendo que los contribuyentes acudan al salvamento de entidades de crédito sin que quienes estaban directamente implicados en ellas agotaran sus esfuerzos patrimoniales con ese mismo propósito. De tal manera que tanto el Comité de Asuntos Económicos del Parlamento Europeo como la Comisión Europea han anunciado la puesta en marcha de cambios normativos destinados a asegurar que el saneamiento de una entidad correría por cuenta de los accionistas, los tenedores de cualquier tipo de deuda emitida por la entidad y, en último término, por sus depositantes. Adicionalmente habría que concretar los presupuestos necesarios para el recurso a los fondos públicos.

Las quitas a los depósitos se plantean exclusivamente para aquellos que exceden del importe asegurado por los fondos estatales correspondientes. Otra cosa supondría una clamorosa contradicción. La ley no puede garantizar unos depósitos al mismo tiempo que autoriza que sufran mermas o descuentos por intereses ajenos a los de los propietarios de esos depósitos. De manera que bajo ningún concepto podrán tocarse los depósitos por debajo del máximo legal garantizado que, en estos momentos, asciende a 100.000 euros.

La solución que se está diseñando con la idea de que esté en vigor a partir de enero de 2016 no me parece acertada. Su impacto sobre los fundamentos de la contratación bancaria y el funcionamiento de los sistemas financieros merecen un análisis mucho más reposado, sin perjuicio de lo cual su trascendencia invita a realizar comentarios de urgencia.

Aun por encima de dicho importe, los depósitos deberían quedar exonerados de quitas o demás posibles intervenciones. Los depósitos son siempre recursos ajenos. Los depósitos expresan la confianza en una determinada entidad y cualquier vulneración que sufran van contra esa confianza. Lo que va a provocar ese posible uso de los depósitos es una mayor volatilidad de éstos desde entidades y mercados en los que se atisbe el más mínimo problema hacia aquellos competidores que se muevan en mercados más estables. No es una solución que contribuya a la armonización y estabilidad del denominado mercado único.

Juan Sánchez-Calero

Revista DBB 130.indb 349 26/09/13 10:38

10. Sentencia del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre un contrato de gestión de carteras de valores

1. El 17 de abril de 2013, el Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo ha dictado la Sentencia núm. 240/2013 que resuelve el recurso de casación 1026/2010 (RJ 2013/2600), en la que ha sido ponente el Excmo. Sr. D. Francisco Marín Castán y cuya importancia recomienda dar noticia de ella, sin perjuicio de los comentarios detallados que, sin duda, merecerá. Y decimos que esta Sentencia es importante porque resuelve un caso paradigmático de la crisis financiera en la que vivimos sumidos desde el año 2007 porque, en el caso que resuelve dicha Sentencia, aparecen algunos de los elementos típicos más relevantes que han conducido al desastre financiero. En efecto, en esta «tormenta perfecta», un banco suscribió por cuenta de un inversor minorista —y en el marco de un contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión [v. nuestro estudio sobre los «Contratos bancarios sobre instrumentos financieros: gestión de carteras y custodia y administración de instrumentos financieros», en ZUNZUNEGUI, F. (Dir.), *Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, 2012, pp. 595 y ss.]— participaciones por valor de 500.000 euros en un *hedge fund* de la constelación maldita de Bernard Madoff; sin darle la información procedente sobre el fondo que estaba adquiriendo y con una inadecuación manifiesta al perfil expreso de inversor conservador del sujeto en cuestión. Y, cuando el valor de la inversión se esfumó por completo, comparecen en escena no solo las partes directamente implicadas (banco y actor) sino también —por alusiones de la Sentencia— las autoridades supervisoras, que no detectaron ni impidieron la «crónica de una muerte anunciada» (patrimonialmente hablando) de muchos millones de inversores; y las omnipresentes agencias de calificación crediticia, que mudaron sus calificaciones de la noche a la mañana. El elenco para la tragedia financiera está, por lo tanto, completo.

2. En particular, el litigio al que pone fin la Sentencia comentada se inicia a resultas de la demanda que interpone una persona física contra el banco con el que tiene suscrito un contrato de gestión de su cartera de inversión. Banco que, en ejecución de aquel contrato, adquirió participaciones por valor de 500.000 euros en un *hedge fund* denominado Fairfield Leverage Note que era un fondo de alto riesgo que, si bien llegó a ofrecer rentabilidades hasta casi del 600%, implicaba un nivel de riesgo elevadísimo y, como siempre, proporcional a la rentabilidad ofrecida. Con el agravante, en el caso enjuiciado, de que el banco no informó al inversor de esta circunstancia y de que el perfil de altísimo riesgo del fondo no se adecuaba al perfil prudente del cliente. Pues bien, aquel riesgo se convirtió en siniestro de forma patológica, porque no sólo es que el fondos experimentaran pérdidas en su valor dentro del contexto de mercado normal; sino que la inversión quedó reducida a un valor de cero euros a resultas del fraude piramidal vinculado al caso Madoff (ver U.S. Securities and Exchange Commission. Office of Investigations. «Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff's Ponzi Scheme. Public Versión» August 31, 2009).

Revista DBB 130.indb 350 26/09/13 10:38

3. En cuanto a su desarrollo procesal, aquella demanda fue estimada por Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 6 de Gijón, confirmada por Sentencia de la Sección 7.ª de la Audiencia Provincial de Asturias de 9 de julio de 2010, confirmada, a su vez, por la Sentencia núm. 240/2013 del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo de 17 de abril de 2013 de la que damos noticia.

4. Dejando al margen los aspectos técnicos por los que el Alto Tribunal desestimó tanto el recurso extraordinario por infracción procesal interpuesto por el banco demandado (alegando infracción de las reglas sobre la carga de la prueba, error en la valoración de la misma e incongruencia y deficiente motivación de la Sentencia recurrida) como el recurso de casación (que alegó la infracción por la Sentencia recurrida, esencialmente de los artículos 1281 y 1105 del Código Civil); nos limitaremos a exponer sintéticamente, en esta noticia, las razones por las que las tres Sentencias consideraron que concurrían los requisitos esenciales para declarar la responsabilidad civil contractual del banco demandado conforme a lo previsto en los artículos 1101, 1104 y concordantes del Código Civil:

   a. En cuanto a la acción dañosa, las tres Sentencias constataron que el banco demandado había incumplido las normas de conducta que le eran exigibles como intermediario en el mercado de valores. En concreto, consideraron que dicho banco incumplió tanto el deber general de diligencia para salvaguardar los intereses del cliente demandado como el deber de informarle adecuadamente sobre la inversión realizada, con infracción de los artículos 79 y 79 bis de la LMV y de las normas de desarrollo reglamentario de dichos preceptos legales contenidas, sucesivamente, en el Real Decreto 629/1993 y en el Real Decreto 217/2008. Y ello porque, siendo el demandante un cliente minorista de perfil conservador, el banco —actuando como mandatario o comisionista en virtud del contrato de gestión— suscribió participaciones del citado *hedge fund* de alto riesgo; sin informar de ello al cliente demandante.

   b. En cuanto al daño causado, se constató que el valor de lo invertido pasó de 500.000 a 0 euros, con el agravante de que aquella inversión estaba pignorada —por iniciativa del banco demandado— en garantía para responder de un crédito contratado por el cliente por el mismo banco.

   c. En cuanto a la relación de causalidad eficiente, no se estimó el motivo del caso fortuito alegado, al amparo del artículo 1105 de Código Civil, por el banco demandado sobre la base de que la pérdida total de la inversión no se debió a un comportamiento normal del mercado sino a la patología del fraude piramidal de Madoff —que, además, no fue detectado previamente por ninguna autoridad supervisora ni por las inefables agencias de calificación crediticia— porque la Sentencia del Tribunal Supremo delimita con una gran finura jurídica los respectivos ámbitos de discusión cuando, en su Fundamento de Derecho Noveno, dice: «En suma, a esta Sala no le corresponde pronunciarse sobre las autoridades supervisoras y las agencias de calificación ante lo que fue una simple estafa piramidal, ni tampoco sobre la influencia que en la actuación de la hoy recurrente pudo tener su propia remuneración (“el 15% anual del importe que suponga el exceso de beneficios de la cartera gestionada una vez superado

Revista DBB 130.indb 351 26/09/13 10:38

el 10% anual de rentabilidad de la cartera referida", según la cláusula séptima del contrato), pero sí sobre la responsabilidad de la hoy recurrente frente al demandante por haber mantenido una inversión contraria a su perfil conservador, plasmado en el contrato, y sin facilitarle la más mínima información sobre el riesgo del fondo en cuestión como le exigían todas las normas citadas en la sentencia recurrida y de las que en el recurso se prescinde prácticamente por completo».

5. En conclusión, la Sentencia comentada confirma que, en los litigios derivados de la comercialización de productos financieros complejos de alto riesgo que tanto abundan en nuestros días, es imprescindible tomar en consideración los factores concretos que concurren en cada caso y que compendiábamos en nuestra noticia sobre «La Jurisprudencia reciente sobre comercialización de contratos e instrumentos financieros complejos por los bancos: La justicia del caso concreto» (publicada en esta *RDBB* núm. 129, pp. 326 y ss.) en torno a las tres preguntas básicas siguientes:

— ¿Qué tipo de instrumento financiero se ha comercializado y qué grado de complejidad presenta? En el caso de la Sentencia que comentamos, fue decisiva para la estimación de la demanda la circunstancia de que se trataba de una comercialización de participaciones de un *hedge fund* que eran productos de alto riesgo y complejidad.

— ¿Qué tipo de inversor o cliente demanda al banco intermediario? En el caso de la Sentencia que comentamos, fue decisiva para la estimación de la demanda la circunstancia de que el inversor demandante era un cliente minorista sin conocimientos ni experiencia acreditados en inversiones financieras que, además, había pignorado las participaciones litigiosas en garantía de la devolución de un préstamo contraído con el mismo banco intermediario.

— ¿Qué tipo de servicio de inversión vincula a las partes? En el caso de la Sentencia que comentamos, fue decisiva para la estimación de la demanda la circunstancia de que la relación que unía al cliente demandante con el banco demandado era un contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión —tipificado como servicio de inversión en el artículo 63.1.d) de la LMV— que comportaba para el banco gestor, en su condición de comisionista o mandatario, tanto la libertad para realizar la inversión litigiosa como la especial diligencia en dicha inversión.

Alberto Javier Tapia Hermida

Revista DBB 130.indb 352 26/09/13 10:38

Bibliografía

Revista DBB 130.indb 353 26/09/13 10:38

Revista DBB 130.indb 354 26/09/13 10:38

DERECHO BANCARIO

— Normativa de la UE en materia bancaria

NAPOLETANO, G., «La risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell'unione economica e monetaria. Verso l'Unione bancaria», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 1.ª, (2012), p. 747.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I./BARBERÁ PALANCA, A., «La MiFID 2: Una oportunidad para la regulación de los mercados de negociación de derechos de emisión de GEI y unidades de Kioto», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 12 (2013), p. 53.

— Estatuto de las entidades de crédito

KLEES, E.H., «How Safe Are Institutional Assets in a Custodial Bank's Insolvency?», en *The Business Lawyer,* núm. 1 (2012), p. 103.

LANGENBUCHER, K., «Bausteine des Bankgesellschaftsrechts», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* núm. 6 (2012), p. 652.

SIGNES DE MESA, J.I., «Derecho de la competencia y crisis económica. El régimen de ayudas públicas y de concentraciones en el sector financiero», Cizur Menor (2013), 218 pp.

— Cajas de Ahorros

MARDOMINGO COZAS, J./SÁNCHEZ MONJÓ, M., «La transformación de las cajas de ahorros en fundaciones de carácter especial», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 169.

— Secreto bancario (Informaciones de la banca)

WASSE, N., «Die Angemessenheit des Angebotspreises bei aufeinanderfolgenden Übernahmeangeboten», en *Die Aktiengesellschaft,* núm. 21 (2012), p. 784.

— Contratos bancarios

BACCETTI, N., «Postergazione dei finanziamenti e tipi social», en *Giurisprudenza Commerciale,* núm. 5 (2012), p. 804.

BARILLÀ, G.B., «L'addebito diretto come servizio di pagamento tra disciplina comunitaria ed esperienza tedesca», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 1.ª, (2012), p. 678.

BATTELLI, E., «Il controllo amministrativo delle clausole inique», en *Europa e Diritto Privato* núm. 4 (2012), p. 1093.

BERGJAN, R., «Zivilrechtliche Probleme bei der Übertragung von Kreditportfolien», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 41 (2012), p. 1997.

BORK, R., «Keine Anerkennung eines gerichtlich genehmigten Vergleichsplans nach englischem Gesellschaftsrecht ("Scheme of Arrangement"), der eine Lebensversicherung betrifft: Entscheidung des Bundesgerichtshofts vom 15. Fäbruar 2012», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht,* núm. 1 (2013), p. 132.

Revista DBB 130.indb 355 26/09/13 10:38

CALATANO, R., «Autonomía privada y desequilibrio de fuerza contractual: perfiles evolutivos de la teoría del contrato en el Derecho italiano europeo», en *Revista de Derecho Privado,* núm. 6 (2012), p. 105.

CAPPAI, F., «Il tempo dell'adempimento: problema e casistica», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 1.ª, (2012), p. 718.

CASTIÑEIRA JEREZ, J., «*Pacta sunt servanda*, imprevisión contractual y alteración sobrevenida de las circunstancias», en *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial* núm. 29 (2012), p. 71.

FACCI, G., «La nullità virtuale del contratto e la violazione del principio di buona fede», en *Contratto e Impresa,* núm. 6 (2012), p. 1415.

FERRO LUZZI, P./OLIVIERI, G., «Le (nuove?) commissioni bancarie (prime riflessioni (in margine) alla delibera CICR n. 644/2012)», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 1.ª, (2012), p. 609.

FORTI, V., «Le fractionnement abusif du contrat de consommation», en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique,* núm. 3 (2012), p. 433.

GÁLVEZ PASCUAL, J., «La protección de consumidores y usuarios en la contratación de permuta financiera o swap», en *Revista Aranzadi civil-mercantil,* núm. 9 (2013), p. 201.

GAROFALO, A.M., «La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio», en *Rivista di Diritto Civile,* núm. 6 (2012), p. 573.

GRAF VON WESTPHALEN, F., «Hinreichende nationale Sanktionen gegen unwirksame Klauseln in Verbraucherverträgen?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* núm. 51-52 (2012), p. 2469.

MASSIMO, L., «Osservazioni a Tribunale Milano, 5 luglio 2010, e Tribunale Padova, 10 giugno 2011, in tema di commissione di massimo scoperto», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 2.ª, (2012), p. 765.

MÍNGUEZ PRIETO, R./CERDÁ MASIP, A., «El contrato entre acreedores: naturaleza jurídica, alcance objetivo y diversidad subjetiva, su función en escenarios de insolvencia y análisis de figuras afines», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 199.

NAVARRETA, E., «Buona fede e ragionevolezza nel diritto contrattuale europeo», en *Europa e Diritto Privato,* núm. 4 (2012), p. 953.

PARZIALE, A., «Interest rate swap: il valore della dichiarazione di operatore qualificato e la nullità per difetto di causa al vaglio delle corti pugliesi (cartaceo)», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 2.ª, (2012), p. 787.

PATTI, F.P., «Il recesso del consumatore: l'evoluzione della normativa», en *Europa e Diritto Privato,* núm. 4 (2012), p. 1007.

RESCIGNO, P., «Obblighi negoziali al di là del contratto?», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni,* núm. 2 (2012), p. 73.

RUSCH, K./BROCKER, T., «Debt Mezzanine Swap bei Unternehmensfinanzierungen: rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 45 (2012), p. 2193.

SCHMANDT, P., «The European Union Model Interoperability Agreement for Electronic Business Documents», en *The Business Lawyer,* núm. 1 (2012), p. 271.

SCHMIDT, K., «Schöne neue Sanierungswelt; Die Gläubiger okkupieren die Burg!», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 43 (2012), p. 2085.

STTOFFEL-MUNCK, P., «L'autonomie du droit contractuel de la consommation: d'une logique civiliste à une logique de régulation», en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique,* núm. 4 (2012), p. 705.

VELTRI, S.C./CAVANAGH, G., «Payments», en *The Business Lawyer,* núm. 4 (2012), p. 1257.

VOGENAUER, S., «Die UNIDROIT Grundregeln der internationalen Handelsverträge 2010», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht,* núm. 1 (2013), p. 7.

Revista DBB 130.indb 356 26/09/13 10:38

VON DER CRONE, H.C., «Aktuelle Entwicklungen in der Vergütungslandschaft des finanzplatzes Schweiz», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 5 (2012), p. 377.

— Préstamo

MANIACI, A., «La vicenda dell'anatocismo: una partita senza vincitori», en *Rivista di Diritto Privato,* núm. 4 (2012), p. 539.

SÁNCHEZ MARTÍN, C., «Impugnación de los intereses pactados en un préstamo hipotecario. Concurrencia de la normativa de usura y protección al consumidor (Comentario a la STS, Sala 1.ª de 18 de junio de 2012)», en *Diario La Ley* núm. 8030 (25 de febrero de 2013).

— Apertura de crédito

LARA GONZÁLEZ, R., «La problemática actual de las líneas de crédito: swaps y concurso de acreedores», en *Revista Aranzadi civil-mercantil* núm. 9 (2013), p. 69.

— Garantías de la actividad bancaria

BARNE, J.G/BYRNE, J.E., «Letters of Credit», en *The Business Lawyer,* núm. 4 (2012), p. 1281.

FUENTESECA DEGENEFFE, C., «Hipoteca global e hipoteca de propietario en el Derecho alemán y las resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado», en *Revista de Derecho Privado* núm. 6 (2012), p. 3.

HUGHES, S.J., «L'Embarras du Choix: A Year of Developments in the Laws Affecting remittance Transfers, Credit Cards, and Certain Prepaid Cards», en *The Business Lawyer,* núm. 1 (2012), p. 233.

LIKILLIMBA, G-A., «L'agent des sûretés en droit OHADA», en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique,* núm. 3 (2012), p. 475.

NOUVERTNÉ, R., «Der Interessenausgleich zwischen Bank und Kreditnehmer bei Financial Covenants», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 44 (2012), p. 2139.

TARABAL BOSCH, J., «L'oggetto del pegno nel Codice civile della Catalogna e la rotatività della garanzia mobiliare», en *Rivista di Diritto Privato,* núm. 4 (2012), p. 499.

VAN ERP, J.H.M./AKKERMANS, B., «Public or Private Harmonisation of the EU Mortgage Market?», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht,* núm. 1 (2013), p. 43.

— Crédito documentario

PAMCORBO LÓPEZ, M.L., «Los créditos documentarios como usos del comercio internacional», en *Revista de Derecho de los Negocios,* núm. 267 (2013), p. 33.

— Contrato de leasing

INZITARI, B., «Leasing nel fallimento: soddisfazione integrale del concedente fuori dal concorso sostanziale e necessità dell'accertamento del credito nel concorso formale», en *Contratto e Impresa,* núm. 6 (2012), p. 1369.

DERECHO BURSÁTIL

— El movimiento legislativo en materia bursátil en otros países de la UE

BAYER, W./FIEBELKORN, T., «Vorschläge für eine Reform des Beschlussmängelrechts der Aktiengesellschaft», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 45 (2012), p. 2181.

BELINGUIER-RAIZ, S., «Les administrateurs nommés par la minorité, instrument de corporate governance en droit italien des sociétés cotées», en *Revue Pratique des Sociétés,* núm. 3 (2012), p. 311.

Revista DBB 130.indb 357 26/09/13 10:38

CANCER LOMA, M., «Telus Corporation vs. Mason Capital Management»: revisión de los argumentos del «empty voting», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 283.

CASPER, M., «Hat die grundsätzliche Verfolgungspflicht des Aufsichtsrats im Sinne des ARAG/Garmenbeck-Urteils ausgedient?», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht,* núm. 6 (2012), p. 617.

DRUEY, J.N., «Corporate Governance im Konzern – Ein Vorschlag», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 5 (2012), p. 414.

FLORSTED, T., «Korporatives Denken im Schuldverschreibungsrecht: ein Holzweg?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 47 (2012), p. 2286.

FRANCH FLUXÀ, J./MORELL RAMOS, J., «Página web y sociedades de capital ¿un nuevo Derecho Mercantil 2.0?», en *Revista de Derecho Mercantil,* núm. 286 (2012), p. 151.

FREITAG, R./KORCH, S., «Die Angemessenheit der Information im Rahmen der Business Judgment Rule (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG)», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 47 (2012), p. 2281.

GOETTE, W., «Grundsätzliche Verfolgungspflicht des Aufsichtsrats bei sorgfaltswidrig schädigendem Verhalten im AG-Vorstand?», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht,* núm. 6 (2012), p. 588.

HERNANDO CEBRIÁ, L., «Notas para una propuesta de estatuto jurídico del socio controlador en las sociedades de capital», en *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial,* núm. 29 (2012), p. 237.

HOHENSTATT, K-S./NABER, S., «Diskriminierungsschutz für Organmitglieder: Konsequenzen für die Vertragsgestaltung», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 41 (2012), p. 1989.

JUNKER, C./BIEDERBICK, J., «Die Unabhängigkeit des Unternehmensjuristen: Dürfen Organmitglieder auf der Rat der Rechtsabteilung hören?», en *Die Aktiengesellschaft,* núm. 24 (2012), p. 895.

KLEIN, M., «Die Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex 2012 aus Sicht der Unternehmenspraxis», en *Die Aktiengesellschaft*, núm. 22 (2012), p. 805.

MONTALENTI, P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milán (2011).

MONTALENTI, P., «Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni,* núm. 2 (2012), p. 243.

MÜCKL, P., «Der Betriebsübergang nach § 613a BGB in der Insolvenz: jetzt erst recht ein Sanierungshindernis?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 49 (2012), p. 2380.

PASCHOS, N./VON DER LINDEN, K., «Vorzeitige Wiederbestellung von Vorstandsmitgliedern», en *Die Aktiengesellschaft,* núm. 20 (2012), p. 736.

PÉREZ CARRILLO, E., «Privatización por venta de empresas en la Unión Europea», en *Revista de Derecho de la Competencia y la Distribución,* núm. 12 (2013), p. 37.

SACCO GINEVRI, A., «Appunti sulla derogabilità della regola "un amministratore-un voto in consiglio d'amministrazione" di s.p.a.», en *Giurisprudenza Commerciale,* núm. 5 (2012), p. 721.

SÁEZ LACAVE, M.I., «Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 12 (2013), p. 9.

SCHARTZ, M.W./BRYAN, D.C., «Campbell, Iridium, and the Future of Valuation Litigation», en *The Business Lawyer,* núm. 4 (2012), p. 939.

SCHNEIDER, U.H., «Auf dem Weg in die europïsche Kapitalmarktunion: Die Vertreibung aus dem Paradies – oder auf dem Weg ins kapitalmarktrechtliche Arkadien?», en *Die Aktiengesellschaft,* núm. 22 (2012), p. 823.

SÖHNER, M., «Das neue Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 1 (2013), p. 7.

SPIOTTA, M., «La responsabilità civile del revisore legale in base all'art. 15 del

Revista DBB 130.indb 358 26/09/13 10:38

d.lgs. 39/2010», en *Giurisprudenza Commerciale,* núm. 5 (2012), p. 693.

TALÉNS VISCONTI, E.E., «La retribución de los administradores y directores generales de las sociedades cotizadas», en *Revista de Derecho de los Negocios,* núm. 267 (2012), p. 47.

VAESEY, E.N./DI GUGLIELMO, C.T., «General Counsel Buffeted by Compliance Demands and Client Pressures May Face Personal Peril», en *The Business Lawyer,* núm. 1 (2012), p. 57.

WETTICH, C:, «Aktuelle Entwicklungen und Trends in der Hauptversammlungssaison 2012 und Ausblick auf 2013», en *Die Aktiengesellschaft*, núm. 20 (2012), p. 725.

WIDDER, S./KOCHER, D., «Stimmrechtsmitteilungspflicht des weisungsgebundenen Legitimationsaktionärs nach §§ 21 ff. wpHG?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 43 (2012), p. 2092.

WIGAND, J., «Zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG)», en *Die Aktiengesellschaft,* núm. 23 (2012), p. 845.

— Otros órganos de vigilancia y control

GARCÍA PEDROVIEJO, J., «Supervisión de los mercados de valores a nivel europeo», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 12 (2013), p. 185.

— Régimen de organización de los mercados

NUÑO CERVERO, G., «La conciencia de las entidades que prestan servicios de inversión (análisis del informe del ESMA sobre ciertos aspectos de los requerimientos de la función de cumplimiento normativo)», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 313.

— Contratos bursátiles. En general

BERNSTEIN, R.D./DUGAN, J.C./ADDISON, L.M.; «Closing Time: You Don't Have to Go Home, But Your Can't Stay Here», en *The Business Lawyer,* núm. 4 (2012), p. 957.

CAMPOBASSO, M., «Classificazione dell'investitore come "cliente professionale" e imputazione di conoscenza», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 2.ª, (2012), p. 819.

CASES, M./SÁNCHEZ MONJÓ, M., «Los nuevos paradigmas en el Mercado de derivados resultantes del Reglamento (UE) núm. 648/2012», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 143.

COLAERT, V., «Les règles de conduite MiFID, le droit de la consommation et le droit civil: une relation complexe», en *Revue Pratique des Sociétés,* núm. 3 (2012), p. 271.

GARCÍA RODRÍGUEZ, A., «La Ley 9/2012 y el posible impacto de las actuaciones del FROB en materia de derivados», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 245.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., «Análisis jurídico de las normas de actuación en los mercados de valores», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* núm. 12 (2013), p. 77.

SÁNCHEZ MONJÓ, M./PINEDA MARTÍNEZ, A., «La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (high frequency trading), características y regulación», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 227.

SASTRE CORCHADO, G.J., «La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión: la protección de los inversores», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 113.

WRONA, J.S., «The Best of both Worlds: A Fact-Based Analysis of the Legal Obligations of Investment Advisers and Broker-Dealers and a Framework for Enhanced Investor Protection», en *The Business Lawyer,* núm. 1 (2012), p. 1.

— OPAs

GEI, M.C./KIESEWETTER, M., «Praxisrelevante Aspekte öffentlicher Übernah-

Revista DBB 130.indb 359 26/09/13 10:38

men in Zeiten volatile Märkte», en *Die Aktiengesellschaft*, núm. 20 (2012), p. 741.

HEER, P.E., «Unternehmensakquisitionen im Wege der Sachkapitalerhöhung im Spannungsfeld zwischen Differenzhaftung und Werbotenen Erwerb eigener Aktien», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 48 (2012), p. 2325.

STEPHANBLOME, M., «Gestaltungsmöglichkeiten beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out», en *Die Aktiengesellschaft,* núm. 22 (2012), p. 814.

TUCCI, A., «La responsabilità per violazione dell'obbligo di OPA al vaglio della Cassazione», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 2.ª, (2012), p. 736.

— Régimen de los insider

KLÖHN, L., «Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 39 (2012), p. 1885.

SCHÄFER, C., «Kapitalmarktinformationshaftung und die Lehre vom fehlerhaften Verband», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht,* núm. 50 (2012), p. 2421.

— Sociedades y fondos de inversión

AGUILAR ALONSO, I., «La "Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos": El depósito de los fondos de inversión alternativos», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 275.

DE LA MORENA, M./BERNALDO DE QUIRÓS CABRERA, G., «Un nuevo Reglamento para las instituciones de inversión colectiva: estudio sobre el Real Decreto 1082/2012», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores,* núm. 12 (2013), p. 261.

TÍTULOS VALORES

— En general

AA.VV., *Derecho Cambiario* (dirs. Beltrán/Senés), Valencia (2013), 663 pp.

DARMSTADTER, H., «Investment Securities», en *The Business Lawyer,* núm. 4 (2012), p. 1299.

— Valores mobiliarios

ACCIONES

DE LUCA, N., *La societá azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino (2012), 1.264 pp.

KOPP, T./METZNER, M., «Rechtliche Aspekte der finanzierung des Rückkaufs von Wandelschuldverschreibungen durch vorherige Kapitalerhöhung oder Emission neuer Wandelschuldverschreibungen», en *Die Aktiengesellschaft,* núm. 23 (2012), p. 856.

PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., «Canje de participaciones preferentes por acciones y efectos sobre la acción de anulación del contrato por vicio del consentimiento», en *Diario La Ley* núm. 8036 (5 de marzo de 2013).

— Títulos cambiarios

CHEQUE

DI FABIO, M., «Osservazioni a Cass., 10 novembre 2010, n. 22816 in tema di responsabilità della banca per violazione dell'obbligo di pagamento di assegno bancario non trasferibile (cartaceo)», en *Banca Borsa Titoli di Credito,* núm. 6, parte 2.ª, (2012), p. 722.

MARCHISIO, E., «Illegittima levata del protesto nei confronti del cointestatario «innocente» del conto corrente di traenza», en *Banca Borsa Titoli di Credito* núm. 6, parte 2.ª, (2012), p. 800.

Revista DBB 130.indb 360 26/09/13 10:38

Recensión

Revista DBB 130.indb 361 26/09/13 10:38

Título: Derecho de la competencia y crisis económica. El régimen de ayudas públicas y de concentraciones en el sector financiero

Autor: Juan Ignacio Signes de Mesa. Editorial Aranzadi. Cizur Menor (2013) 218 pp.

La presente recensión tiene por objeto la obra *Derecho de la competencia y crisis económica. El régimen de ayudas públicas y de concentraciones en el sector financiero*, de la que es autor el Dr. Juan Ignacio Signes de Mesa. Se trata de un jurista que combina una acreditada vocación investigadora y docente, con la peculiaridad de participar, en tanto que Letrado del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en el desarrollo cotidiano de una materia tan destacada hoy en día como es el Derecho de la competencia.

Su obra aborda un tema de significativa actualidad sobre el que existe abundante literatura jurídica, fundamentalmente estudios en revistas especializadas —nacionales e internacionales—, desde la caída del banco *Lehman Brothers* en octubre de 2008 (1). En particular, se trata de la cuestión de saber qué rol ha de reservarse a las normas de la competencia en la coyuntura presente y, de manera más precisa, en qué medida tales normas pueden convertirse en un obstáculo para la autorización de las acciones y de las operaciones que en la actualidad se consideran de relevancia sistémica, e imprescindibles, por lo tanto, para recuperar la estabilidad perdida en el sector bancario. En este sentido, tal y como observa el autor al inicio de su estudio, «la crisis no solamente está poniendo a prueba la capacidad de respuesta de las instituciones financieras y los Estados miembros de la UE desde un punto de vista económico o presupuestario. Al

(1) BAUDENBACHER, C. y BREMEN, F., «European state aid and merger control in the financial crisis – From negative to positive integration», *Journal of European Competition Law & Practice*, vol. 1, núm. 4, 2010; REYNOLDS, M.; MACRORY, S. y CHOWDHURY, M., «EU competition policy in the financial crisis: extraordinary measures», *Fordham Int'l Law Journal*, núm. 33, 2010; AHLBORN, C. y PICCININ, D., «The application of the principles of restructuring aid to banks during the financial crisis», *European State Aid Law Quaterly*, núm. 1, 2010. Cfr. BUENDÍA SIERRA, J.L., «Not like this: some sceptical remarks on the "refined economic approach" in State Aid», *European State Aid Law Quaterly*, 2006. En un estadio inicial de la intervención pública en favor de las instituciones financieras, también fueron publicados otros trabajos en la materia como RODRÍGUEZ MÍGUEZ, J.A., «Rescate de entidades financieras y ayudas estatales. Una necesaria relectura del caso Crédit Lyonnais a la luz de la actual crisis mundial», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 117, 2009, y MALARTE, E., «Intervención de los Estados miembros y Derecho europeo de las ayudas públicas: Estado y mercado en la crisis económica», *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, núm. 14, 2010.

Revista DBB 130.indb 363 26/09/13 10:38

mismo tiempo, supone un desafío para el ordenamiento jurídico comunitario en tanto que las medidas que se están adoptando y promoviendo frente a ella entran en tensión con las normas de defensa de la competencia del TFUE».

La cuestión precedente ha suscitado un interés particular por lo que se refiere, fundamentalmente, al régimen de las ayudas públicas y al del control de concentraciones previstos tanto a nivel europeo como a nivel nacional por los Estados miembros de la UE. Las dos partes fundamentales en que se divide el libro se refieren respectivamente a cada una de estas dos áreas.

Cabe destacar, de entrada, que tanto la Comisión como las autoridades nacionales de la competencia se han mostrado convencidas de que no puede prescindirse de las normas del régimen de competencia en ningún caso y que, tal y como se apresuró a sostener la antigua comisaria de la competencia, Neelie Kroes, «el derecho de la competencia no hace parte del problema, sino que contribuye a su solución». Y esto último obedece a una razón doble, que el autor acierta en identificar. En primer lugar, evita que los Estados miembros entren en una competición de ayudas a favor de las instituciones financieras susceptible de sonrojar aún más su capacidad presupuestaria. En segundo lugar, impide la creación de niveles de concentración en el sector bancario que puedan dar lugar a situaciones de abuso en el futuro y conducirnos nuevamente al conocido dilema «*too big to fail*».

Ahora bien, tratándose del régimen de ayudas públicas previsto en el Tratado, todos hemos podido testimoniar que la difícil coyuntura económica y financiera actual ha hecho necesaria e imperativa para todos los Estados miembros de la UE la asistencia y ayuda a muchas empresas con problemas de solvencia y riesgo de quiebra, en particular en el sector bancario. Los objetivos de esta intervención han estado orientados a restablecer la confianza entre los agentes económicos, así como a procurar liquidez al sistema financiero para reactivar, de esta manera, las prácticas habituales de préstamo y evitar que la crisis financiera se extienda sobre la economía real. Los instrumentos a los que se está recurriendo para acometer estos fines, y que han hecho el objeto de tantos comentarios y estudios doctrinales hasta el presente, han sido el establecimiento de esquemas de garantías, la recapitalización y la adquisición de activos depreciados.

La función de la Comisión ha sido la de reaccionar apresuradamente ante la situación precedente y, por ello, ha elaborado un marco destinado a facilitar la orientación y la evaluación de los Estados miembros en este contexto que el autor expone y analiza con claridad y exhaustividad. En este marco, la Comisión ha señalado, principalmente, tanto la base concreta sobre la cual ha de declararse la compatibilidad con el mercado común de las medidas adoptadas a favor de las instituciones financieras —en particular, el artículo 107, apartado 3, letra b), del TFUE—, como los principios que han de regir la concesión de ayudas a los bancos con el fin de minimizar en lo posible los efectos negativos sobre la competencia. Es preciso subrayar que, como queda acreditado en la exposición del libro, si bien la UE no gozaba de ninguna base competencial sobre el fundamento de la cual poder ejecutar un «bail out» de manera similar a cómo se ha realizado en Estados Unidos, el régimen de ayudas públicas se ha erigido en el vehículo que está permitiendo a la Comisión coordinar la acción de los Estados conforme a los estándares que ella misma ha establecido.

Revista DBB 130.indb 364 26/09/13 10:38

Tratándose del régimen de concentraciones, la cuestión más destacada ha sido la de dilucidar si el estándar que se emplea habitualmente por parte de las autoridades de competencia para autorizar estas operaciones ha de ser flexibilizado a fin de dar cabida a todas las fusiones y adquisiciones que se están llevando a cabo en la actualidad entre instituciones financieras de relevancia sistémica. Toda discusión parte de un planteamiento que asume que, a la hora de evaluar una operación de estas características, puede llegarse a un punto de incompatibilidad entre consideraciones de defensa de la competencia y consideraciones promotoras de la estabilidad financiera.

Importa destacar que, en el trasfondo de este debate, la mayor preocupación que guardan las autoridades tanto europeas como nacionales reside en el riesgo de descrédito al que se enfrenta el derecho de la competencia en el supuesto de que se proceda a la autorización sistemática de todas las ayudas y operaciones de concentración promovidas por los Estados. La experiencia en el Reino Unido, que el autor relata en la segunda parte de su libro, y en la que queda patente la prioridad otorgada a la estabilidad financiera, por encima de las consideraciones relativas a la competencia, con ocasión de la fusión entre HBOS y Bank of Scotland, resulta bien ilustrativa a este respecto.

En fin, no puedo dejar de expresar mi satisfacción por esta obra del Dr. Signes de Mesa, a quien profeso un especial afecto. Este estudio da muestra de sus esfuerzos por responder con trabajo y nuevas publicaciones a los desafíos que plantea una materia jurídica tan novedosa como es el Derecho de la competencia, y por mantener la ilusión que es esencial en toda la actividad investigadora y universitaria. El cuidado y acertado prólogo de mi colega de la UCM, el doctor Juan Sánchez-Calero Guilarte, así lo pone también de manifiesto cuando dice: «Si en general decimos que el Derecho mercantil es un "Derecho vivo", lo es por su conexión con la realidad de la economía y la actualidad del mundo empresarial. Juan Ignacio Signes de Mesa ha escrito un libro sobre un tema con el que los españoles convivimos desde hace varios años y que parece no terminar nunca».

Me permito hacer uso de sus palabras para destacar la verdadera esencia de este libro, que, tanto por su contenido como por el rigor de su exposición, dispone de todos los elementos para erigirse en una obra de necesaria lectura.

Alberto J. Tapia Hermida

Catedrático (Acr.) de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

Revista DBB 130.indb 365 26/09/13 10:38

CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA *REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL*

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* publica, con una periodicidad trimestral, trabajos originales que contribuyan a dar a conocer al mundo académico y profesional las últimas aportaciones en materia de derecho bancario y bursátil, que sirvan de apoyo a las investigaciones que se realicen en este campo y garanticen el impacto de la Revista en el ámbito académico. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ella vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación expresa de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para recensiones deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (c/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: <rdbb@sanchezcalero.com>, a la atención de Mari Carmen Amor.
2. En caso de su envío por correo postal, los originales deberán presentarse, por medio de un texto impreso, acompañado del correspondiente soporte informático (Microsoft Word).
3. La recepción de los trabajos no implica compromiso alguno para su publicación. La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* se reserva el derecho preferente de publicar los artículos enviados, presumiendo que los mismos son inéditos y no se encuentran sometidos a evaluación por ninguna otra publicación.
4. El Consejo de Redacción de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, tras una preselección de los artículos recibidos, someterá los mismos a la revisión de dos árbitros anónimos y externos. Se comunicará a los autores la aceptación o no de los artículos y, si es caso, las indicaciones o sugerencias que los evaluadores hayan efectuado y el autor deba incorporar, indicándole asimismo el volumen y número en que se prevé la efectuva publicación del artículo.
5. Por regla general, los trabajos no superarán las 40 páginas a doble espacio, numeradas correlativamente. El tamaño de letra utilizado será del 12, y deberán ir precedidos de una hoja en la que figure el título del trabajo, el nombre del autor (o autores), situación académica y, en su caso, nombre de la institución científica a la que pertenecen.
6. El trabajo deberá ir acompañado igualmente, de un resumen de su contenido (de 100 a 125 palabras) y de 4 a 6 palabras clave, todo ello tanto en castellano como

Revista DBB 130.indb 367 26/09/13 10:38

en inglés. Si el autor no incluyera el resumen en inglés, aceptará la traducción realizada por la Revista. A continuación deberá incluirse un «Sumario» que permita identificar los distintos epígrafes y apartados del original.

7. Los trabajos destinados a la Sección «Jurisprudencia», además decontar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual o parcial (en los términos relevantes para el comentario) de los fundamentos de Derecho de la sentencia comentada.

8. Las notas se incorporarán a pie de página, y si se trata de referencias bibliográficas, aun cuando se mencione el autor en el texto, deberán guardar una numeración única y correlativa para todo el trabajo, debiendo acomodarse a la norma ISO 692/1987:

   - **LIBRO:** AUTOR, *Título de la publicación*, núm. Edición, lugar de publicación, editor, año, página (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, pp. 15 y ss.).
   - **ARTÍCULO:** AUTOR, «Título de artículo», *Título de la fuente (revista u obra colectiva)*, número, año, páginas (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., «De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades», *RDBB*, núm. 77, 2000, pp. 7 y ss.).

9. El autor podrá auto-archivar en el Repositorio de su Institución la versión ya evaluada y aceptada por la Revista transcurridos 12 meses desde su publicación.

Revista DBB 130.indb 368 26/09/13 10:38