

Doctrina

Una modesta proposición: Para prevenir que los pobres –o ricos, que alguno hay- “preferentistas” de España tengan que basar sus reclamaciones judiciales en vicios del consentimiento, y hacer útiles al público las malhadadas “participaciones preferentes”

[Breve disertación no satírica (aunque parezca lo contrario)]”



*José Luis García-Pita y Lastres
Catedrático de Derecho Mercantil
Socio de Dictum Abogados*

Comienzo estas breves reflexiones acerca de las participaciones preferentes –que pretendo desarrollar en una monografía general sobre la materia-, parafraseando el conocidísimo libelo de Jonathan Swift, y por seguir la paráfrasis comenzaré diciendo que es *“un asunto melancólico”*, para quienes pasean por los Tribunales y Juzgados de nuestro país, verlos atestados de “preferentistas”-mendigos, seguidos de tres, cuatro o seis niños, todos en harapos e importunando a todo aquel que se cruzase con ellos por una limosna; petición de limosna que adopta la forma de acción judicial declarativa de nulidad de los contratos de suscripción de participaciones preferentes. Dichas acciones van dirigidas –típica y lógicamente- contra las entidades emisoras pero, sobre todo, contra las entidades bancarias y financieras que, en virtud de contratos de prestación de servicios de inversión, actuaron como mediadores o comisionistas, por cuenta de los suscriptores, en la adquisición de participaciones preferentes emitidas por aquellas otras entidades. Sus reclamaciones, pues, se basan –por resumirlo al máximo- en la alegación de que las citadas

participaciones preferentes se suscribieron ignorando los riesgos reales de pérdida de la inversión, derivados de la complejidad del producto financiero adquirido y de la opacidad de la información proporcionada por los intermediarios, que –lejos de proteger los intereses de sus clientes- los engañaron, negándoles la información exigida por la llamada Directiva MIFID, y omitiendo –asimismo- realizarles los test de conveniencia.

Plenas de éxito, al principio, las reclamaciones basadas en el error doloso, han dado lugar también a pronunciamientos judiciales desestimatorios, basados –precisamente- en la inexistencia de error *“causam dans”*, por razón de las condiciones personales del Cliente-actor, cuando se trataba de personas –de muy diverso perfil- de las que se decía, por los órganos judiciales de cognición, que poseían un nivel de formación, conocimientos o experiencia previa en los mercados de valores, que revelaban conocer perfectamente que estaban adquiriendo un producto financiero de alto riesgo, por lo que no pudieron ser “engañados”, ni incurrir su voluntad en un error tan grave que justificase la anulación del negocio contractual.

Mas quisiera llamar la atención sobre un hecho que podría servir para cubrir todas las reclamaciones de preferentistas, cualquiera que fuera su perfil socioeconómico, porque no se basa en el error ni en la invalidez del contrato, sino en el *incumplimiento* contractual. Y no me refiero al incumplimiento de las entidades bancarias y financieras –empresas de servicios de inversión- que actuaron como mediadores o comisionistas, en la adquisición de participaciones preferentes emitidas por terceras entidades, sino en el *incumplimiento* contractual cometido directamente por las entidades emisoras de las participaciones preferentes, en cuanto entidades emisoras de valores de deuda... y no de valores participativos [pese al peligroso nombrecito de *“participaciones preferentes”*]; incumplimiento de las

obligaciones derivadas de la relación jurídica de “participación preferente”, tanto si se trataba de obligaciones expresamente pactadas, como de aquellas otras que –como diría el artículo 1258 del Código Civil- conforme a la naturaleza de dicha relación, derivan de la buena fe, el uso o la Ley.

Las participaciones preferentes no son acciones; no lo pueden ser en modo alguno, por diversos y fundamentales motivos: muchas veces se emiten por entidades que no pueden emitir valores accionarios, porque no son sociedades por acciones, ni siquiera sociedades de capital; a veces, ni siquiera se trataba sociedades [las cajas de ahorros], y cuando las entidades emisoras eran sociedades por acciones –concretamente, sociedades anónimas-, tampoco podían presentar como acciones unos valores que, aunque tuvieran legalmente la condición de fondos propios –y eso en virtud de una norma [La –hoy derogada- Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25.05.1985, de Coeficiente de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios financieros] de naturaleza jurídico-administrativa y de índole contable, inepta, pues, para vertebrar relaciones jurídico-patrimoniales de Derecho privado-, no integraban al capital social, y que se denominaban “participaciones preferentes”, y no “acciones”. Y no es posible olvidar que, en el Derecho español de sociedades anónimas, el principio de unidad del capital social impide que una misma sociedad tenga más de un capital social... y no admite otra forma de representar ese capital que la de su división en “acciones”. Por tanto, si el tipo de valores que se emite se identifican como “participaciones preferentes”, se excluye “a limine” que se trate de acciones, y si no se trata de acciones de ningún tipo... entonces es evidente que sus titulares no son –no pueden ser- accionistas, ni –por consiguiente- socios: tienen que ser otra cosa distinta [o, en el mejor de los casos, tienen que serlo de otro modo].

Pues bien; la alternativa son los valores de deuda; los valores –“lato sensu”- obligacionarios; es decir: valores que se emiten como partes de un empréstito; valores que documentan –como relación causal subyacente- una relación de mutuo feneraticio; de préstamo oneroso de dinero. Eso, y no otra cosa, son las “participaciones preferentes”. Se dirá –quizá- que esta calificación es falsa porque las participaciones preferentes eran valores subordinados y –además- perpetuos; valores en los que el Inversor no tenía derecho a la amortización; es decir: que no tenía derecho al reembolso, siendo así –se continúa razonando- que resulta impensable una relación de préstamo o de mutuo, en la que quede excluida –“a limine”- la exigibilidad del reembolso del principal o capital prestado. Mas, en mi opinión, este argumento debe ser rechazado y debe ser –por así decirlo- superado, porque se basa en una interpretación falaz y

arcaizante de los preceptos del ordenamiento jurídico español sobre los contratos de préstamo y de crédito.

Ciertamente, si asumimos que la obligación más característica del préstamo; que la obligación contractual que representa el “*essentialis mutui*” es la de devolver el principal, entonces fuerza sería reconocer que los apartados g) a p) del artículo 52, nº 1, Reglamento (UE.) nº 575/2013; norma comunitaria que regula –nuevamente, desde una perspectiva jurídico-pública, y no contractual privada- este tipo de valores, parecerían contradictorios e incompatibles con la “*causa credendi vel mutui*”, en la medida en que exigen que los instrumentos de capital idóneos para ser calificados como “*capital de nivel 1 adicional*”: g) tengan carácter perpetuo y que las disposiciones que los regulen no prevean incentivos que den incentivos a la entidad para reembolsarlos; h) que, si las disposiciones que los regulan prevén una o más opciones de compra, el ejercicio de dichas opciones dependa exclusivamente de la voluntad del emisor; i) que su reembolso solamente pueda tener lugar si se cumplen las condiciones establecidas en el artículo 77, Reglamento (UE.) nº 575/2013, y en ningún caso antes de que transcurran cinco años desde la fecha de emisión, excepto cuando se cumplen las condiciones establecidas en el artículo 78, apartado 4; j) que las disposiciones que los regulen no indiquen explícita o implícitamente que los instrumentos serán o podrán ser reembolsados o recomprados y la entidad no indique esto de ningún otro modo, excepto en los siguientes casos: i) tras la liquidación de la entidad, ii) recompra discrecional de los instrumentos u otra forma discrecional de reducir el importe del capital de nivel 1 ordinario, cuando la entidad haya obtenido la autorización previa de la autoridad competente con arreglo al artículo 77; k) que la entidad no indique explícita o implícitamente que la autoridad competente autorizaría una solicitud de reclamación, reembolso o recompra de los instrumentos; l) que en las distribuciones por los instrumentos concurren las condiciones siguientes: i) recurso a partidas distribuibles, ii) no modificarse su nivel en función de la calidad crediticia de la entidad o de la empresa matriz, iii) que las disposiciones que regulan los instrumentos concedan a la entidad plena discrecionalidad en todo momento para cancelar las distribuciones por los instrumentos por período indefinido y sin efectos acumulativos, y la entidad pueda utilizar esos pagos cancelados sin restricción para cumplir sus obligaciones a medida que lleguen a vencimiento, iv) que la cancelación de distribuciones no se considere impago de la entidad, v) que la cancelación de distribuciones no comporte restricción alguna para la entidad; m) que los instrumentos no se utilicen para determinar si los pasivos de una entidad superan a sus activos, cuando tal determinación represente una prueba de solvencia con arreglo a la legislación nacional aplicable; n)

que las disposiciones que regulen los instrumentos establezcan que, en caso de producirse una circunstancia desencadenante, el importe de principal de los instrumentos habrá de amortizarse de manera permanente o temporal, o que los instrumentos habrán de convertirse en instrumentos de capital de nivel 1 ordinario, y por fin -o- que las disposiciones que regulan los instrumentos no prevean nada que pueda impedir la recapitalización de la entidad.

Pero, en mi opinión, la visión tradicional del mutuo –la interpretación clásica de los artículos 1740 y 1753 del Código Civil- resulta arcaica y errónea porque, para empezar, no refleja la abrumadora mayoría de las operaciones de préstamo y crédito que se celebran con el carácter de consensuales, y que – como consecuencia de ello- dan lugar a la obligación del prestamista o mutuante, de efectuar la entrega o puesta a disposición del Prestatario, del capital dinerario, objeto del préstamo; obligación que –por si fuera poco- resulta evidente e indiscutible, cuando se trata del préstamo “obligacionario”; es decir: cuando se trata de la suscripción de obligaciones, integradas en una emisión o “*emprestito*”, debido a la estructura bilateral o sinalagmática, del propio negocio de suscripción, cuya naturaleza –según se mire- podría ser equiparada a la de un contrato de compraventa, aunque tal afirmación resulte discutible en el caso de las obligaciones –¿Compraventa de posición jurídica de prestamista, contrato de préstamo, propiamente dicho, o –acaso- ratificación del contrato ya celebrado por la entidad emisora y el comisario, en nombre de los futuros obligacionistas?-, pero que en todo caso obliga al suscriptor –“obligacionista”- a entregar el importe de los valores suscritos. Pero, sobre todo, la visión tradicional del mutuo resulta arcaica y errónea porque no da cuenta de lo verdaderamente importante, en los contratos de crédito y financiación, que no es el deber de reembolso, como – equivocada pero coherentemente- se pensó, desde la concepción clásica, sino la *disponibilidad “pro tempore” del capital o principal* dinerario. Y, a este respecto, debo manifestar que, que –en realidad- la naturaleza jurídica del préstamo podía explicarse recurriendo a la teoría del cambio... Pero ahora creo que debo ir más allá y manifestar mi convicción de que es preciso recurrir a la llamada “*teoría del goce*”, para construir sobre esa base la teoría de los contratos y operaciones de crédito. Según esta teoría, la esencia del crédito consiste en que el acreditado *recibe* una *cantidad* de cosas *fungibles* para que *goce de ellas*; representando los intereses, la contraprestación que se paga por el referido goce ⁽¹⁾, cual si fuera una especie de

arrendamiento del dinero.

Ahora bien; si admitimos lo anterior... entonces sucede que la importancia que se atribuía a la obligación de restitución –artículo 432 de la Ley de sociedades de capital- podría quedar en entredicho, no tanto porque tal obligación no exista o se suprima –lo que no puede suceder, porque es contrario a la esencia de los contratos de crédito-, cuanto porque su papel deja de ser protagonista, lo que jurídicamente se traduce en que puede quedar sometida a condiciones, cláusulas de aleatoriedad, e incluso a la parciarización de la deuda.

Así; ¿podemos seguir hablando de “*obligaciones*” o de “*valores de deuda*”, cuando se les atribuye un carácter “*perpetuo*”, y se prevén, no ya medidas para retrasar, si no impedir, los pagos de principal y rendimientos, o condicionarlos a circunstancias verdaderamente extraordinarias y anómalas? En mi opinión, la respuesta es – debe ser- que *sí*, como se verá seguidamente.

Cierto que, inversamente a lo que acontece con las “*obligaciones*”; incluso con las “*obligaciones subordinadas*”, la perpetuidad es una cualidad o un rasgo que resulta más propio de las “*acciones*”. Por consiguiente, la cuestión que de inmediato se plantea es: ¿son –propiamente- “*acciones*”, las llamadas “*participaciones preferentes*”? ¿Acaso no se trataría, más bien, de “*acciones preferentes*”? Mas, en realidad, la respuesta debería ser negativa: mal podríamos hablar de derechos “*de socio*”, cuando es obvio que no se le confiere, en principio, ninguno de ellos. Y si no se le confiere ninguno de ellos, entonces es muy difícil de admitir que el negocio contractual que ha surgido, con la suscripción de unas participaciones preferentes, tenga por objeto la constitución de ninguna relación jurídico societaria... Y si se pretendiera lo contrario, entonces tengo la sospecha de que el contrato carecería de un objeto completo, suficientemente determinado y ajustado a las condiciones mínimas esenciales del tipo contractual “*sociedad*”. Por consiguiente, es obvio –y ya lo he manifestado antes- que la relación contractual de “*participación preferente*” no surgió sobre la base de la previsión de ningún objeto de carácter “*asociativo*”. Los elementos objetivo-reales de la relación de participación preferente no interactúan del modo en que interactúan los

3

1.- Vid. Ref. en SIMONETTO, E.: “*Los contratos de credito*”, trad. esp. de J.V. Fuentes Lojo, notas de J. Martínez Valencia, edit. BOSCH, Barcelona, 1958, p. 9 y también ÁLVAREZ MARTÍNEZ, G.I.: “*Los grupos de contratos en el Crédito al Consumo*”, p. La defienden GRECO, P.: “*Corso di Diritto bancario*”, ps. 15 y ss. CARNELUTTI.: “*Teoria giuridica della*

circolazione”, Padua, 1933, ps. 36 y ss. BERLIRI.: “*Appunti sui contratti reali*”, en “*Rivista italiana delle Scienze giuridiche*”, 1932, p. 92 o FOLCO, C.: “*Il sistema del Diritto della banca*”, t. II, edit. DOTT. A. GIUFFRÉ, 2ª ed., Milán, 1968, p. 138. FORSTMANN, A.: “*Geld und Kredit*”, 1ª Parte, Gotingen, 1952, p. 253, quien se adhiere al criterio de la “*entrega aplazada de disposiciones de capital para la finalidad de su goce, a cambio del pago de un interés*”. HALM, G.N.: “*Economía del Dinero y de la Banca*”, trad. esp. por P. Martínez Méndez, edit. BOSCH, Barcelona, 1959, p. 402.

elementos objetivo-reales de un contrato de sociedad, pues falta la idea de inserción del titular en la agrupación de socios.

Ahora bien; si centramos la atención en los derechos de los titulares de las preferentes, lo primero que cabe señalar es cuánto y cómo se ha extendido –cual reguero de pólvora- la especie de que las entidades emisoras de participaciones preferentes no devolvían la cantidad invertida al ahorrador cuando éste lo solicitaba... porque no estaban obligadas a hacerlo; la especie de que las participaciones preferentes *“a diferencia de otros productos financieros, no tienen vencimiento, lo que significa que el banco no tiene por qué devolver el capital inicial si no quiere”* ⁽²⁾. Y es que –en efecto- la Disposición Adicional Segunda, nº 1, apartado f), de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, exigía a las participaciones preferentes.

“... Tener carácter perpetuo, aunque el emisor [podría] acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España, que sólo la [concedería] si no se [viese] afectada la situación financiera ni la solvencia de la entidad de crédito, o de su grupo o subgrupo consolidable. A estos efectos, el Banco de España [podría] condicionar su autorización a que la entidad [sustituyera] las participaciones preferentes amortizadas por elementos de capital computables de igual o superior calidad”

Y la conclusión que se extrajo de este texto fue –poco más o menos- la de que las sumas abonadas por la suscripción de participaciones preferentes, se ponían a disposición de la entidad emisora a fondo perdido; como si se tratase de una donación o de un préstamo aleatorio; en el mejor de los casos –como mucho- una donación

²- RTVE.es: “Las participaciones preferentes, un producto complejo a medio camino entre el bono y la acción”, en <<http://www.rtve.es/noticias/20120831/preferentes/559342.shtml>>, donde se añade: *“algo similar a lo que ocurre con las acciones”*. LOSA,M.: “La Crisis y sus Efectos: Participaciones Preferentes”, en <<http://lawcomeeveryone.blogspot.com.es/2012/05/normal-0-21-false-false-false-es-x-none.html>>, sábado, 19 de mayo de 2012. INTERASESORES. ABOGADOS & ECONOMISTAS: “Participaciones preferentes”, en <http://www.interasesores.com/participaciones_preferentes.html>

remuneratoria, cuya causa fuera –precisamente- una liberalidad a título lucrativo, por mor del pago de una remuneración aleatoria. En este sentido, la amortización no sería, propiamente, una obligación de la entidad emisora... sino una facultad de ella; un derecho suyo, y no del titular de las preferentes. En este sentido, la entidad emisora podría reembolsar el nominal de las participaciones, si así lo deseara, pero no verse forzada a ello; no, hallarse sometida a la necesidad jurídica de efectuar ese reembolso. Y, para reforzar esa visión, aun habría que añadir el hecho de que, según la Disposición Adicional Segunda, nº 1, apartado b):

“... En los supuestos de emisiones realizadas por una sociedad filial de las previstas en la letra a), los recursos obtenidos deberán estar invertidos en su totalidad, descontando gastos de emisión y gestión, y de forma permanente, en la entidad de crédito dominante de la filial emisora, de manera que queden directamente afectos a los riesgos y situación financiera de dicha entidad de crédito dominante y de la de su grupo o subgrupo consolidable al que pertenece, de acuerdo con lo que se indica en las letras siguientes”

Así; semejante afección de los recursos obtenidos, funcionaría como una suerte de circunstancia que justificaría el no reembolso; mejor dicho –la no reembolsabilidad- de las sumas desembolsadas por los suscriptores, tanto de las participaciones preferentes como de los otros instrumentos de deuda –obligaciones subordinadas o participativas, probablemente- que se acogieran a lo dispuesto en la Disposición Adicional Segunda, nº 6.

En mi opinión, *estas opiniones son totalmente falsas*, porque si las preferentes no son acciones, ni valores participativos, entonces –en la medida en que representan fondos que se proporcionan a una entidad emisora- sólo puede tratarse de *obligaciones*, y si son tales; si son valores de deuda, entonces es absolutamente esencial y –por consiguiente- ineludible, que dichos valores incorporen, como mínimo, un derecho de crédito *“mutui vel credendi causa”*, que tendrá por objeto una suma de dinero equivalente al nominal de la participación poseída, y como causa, una finalidad restitutoria. Pues bien; resulta que las *“participaciones preferentes”* –lo mismo que el resto de valores obligacionarios- también confieren a sus titulares un derecho al *“reembolso”*, que no es otra cosa que un verdadero crédito *“ex mutuo”*, a la restitución de la *“pecunia mutui causa data ac accepta”*; el típico derecho de crédito que tiene todo prestamista de efectivo, a exigir la restitución del capital prestado; su obligación fundamental, en los préstamos mercantiles –como es todo préstamo obligacionario o

empréstito-, lo mismo que en los préstamos civiles, de restituir el anticipo [SAProv. Alicante 15.12.2005 ³], entregando al prestamista o mutuante, otro tanto de la misma especie y calidad que aquello que recibió en préstamo, pues se trataba de bienes genéricos y fungibles, entregados en calidad de sumas o géneros. Esta obligación de restitución de la suma o género prestados es la obligación más importante, porque es la única que no puede faltar, en absoluto, en cualquier contrato de préstamo; la única que no puede ser suprimida “a limine”, aunque pueda preverse como aleatoria -caso del préstamo a la gruesa, y por cuanto -debido a esta misma razón- debe existir y puede existir, incluso cuando el préstamo se celebra como gratuito, pues de lo contrario ya no podríamos hablar de un contrato de préstamo. Porque existen préstamos aleatorios, en los que el álea puede ir referido incluso a la propia restitución del principal, y que -en este sentido- el derogado artículo 731 del Código de Comercio establecía claramente que “[l]as acciones correspondientes al prestador se extinguirán con la pérdida absoluta de los efectos sobre que se hizo el préstamo, si procedió de accidente de mar en el tiempo y durante el viaje designados en el contrato”. Pero -insisto- no es lo mismo decir que “[l]as acciones correspondientes al prestador se extinguirán”, que prever la “perpetuidad” de las participaciones preferentes. No se habla, aquí, en ningún momento, de extinción del derecho al reembolso. Si así fuera, habría que haberlo previsto claramente o haberlo pactado en el contrato de suscripción, porque -en caso contrario- lo suyo es que proceda el reembolso o *restitución del principal de deuda*. Semejante obligación viene recogida en el artículo 312 del Código de Comercio y los artículos 1753 y 1754 del Código Civil, que a su vez remite implícitamente a lo dispuesto en el artículo 1170 del Código Civil, y a todas las disposiciones relativas a las obligaciones dinerarias. Estos preceptos parten de la premisa de que el prestatario no es que pueda simplemente *usar* las cosas, para devolverlas luego a su legítimo dueño, sino que puede *consumir* los objetos recibidos; es decir: gastar el dinero o enajenar los valores o las mercancías que, en su caso, le hubieran sido prestadas a título de mutuo, pero contrayendo -a cambio- la obligación de restituir otro tanto. Sin embargo, a decir verdad -y tras una lectura detenida de los términos literales del artículo 312 del Código de Comercio- podría afirmarse, con bastante razón, que -al contrario de cuanto sucede en el artículo 1753 del Código Civil- el Código de Comercio del 1885 *no* contempla, de forma general y explícita, la *obligación de restitución*, aunque -a pesar de esa omisión formal- lo cierto es que nuestra Ley mercantil principal sí que presume o presupone *implícitamente* la existencia de semejante obligación de reembolso, dándola por sobreentendida en el artículo 312, para -acto seguido- ocuparse de delimitar el

contenido de esa obligación *restitutoria*. En realidad, lo anterior se explica fácilmente si se tiene en cuenta que la citada obligación de restitución es tan consustancial al Mutuo -a todo préstamo civil o mercantil-, que probablemente el Código de Comercio de 1885 no juzgó necesario recogerla explícitamente: basta con remitirse a lo dispuesto en el artículo 1753 del Código Civil, -“*El que recibe en préstamo dinero u otra cosa fungible, adquiere su propiedad, y está obligado a devolver al acreedor otro tanto de la misma especie y calidad*”-. Es más: de hecho el citado y reproducido precepto no hace sino reiterar, aunque con expresión más clara y precisa, la referencia a la “*condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad*”, que se hace en el propio artículo 1740, párrafo 1º del Código Civil.

Las llamativas características que presentan los derechos de los titulares de “*participaciones preferentes*” parecen revelar una inversión en la imputación de riesgos, referida al “*periculum obligationis de pecuniam solvendo*”. Ese riesgo, por diversas razones, pasa a soportarlo el preferentista-prestamista, como acreedor de suma, por cuanto esa suma; la obligación de restituirla se encuentra -siquiera parcialmente- sometida a riesgo. ¿Significa esto que el contrato de suscripción de “*participaciones preferentes*” es un contrato de “*hedging*” o cobertura de riesgos? ¿Es esa su verdadera causa? Si ese fuera el caso; si ésa fuera su causa, como sucede con el contrato de seguro o, en cierto sentido, como sucede con el contrato de préstamo a la gruesa, nos encontraríamos con que lo primero -un seguro- no lo puede ser, porque el ejercicio del seguro -la contratación de seguros, en calidad de parte contratante que, mediante ellos, asume el riesgo que le cede la otra parte- está legalmente reservada, en exclusiva, a determinados tipos de empresarios/personas jurídicas -sociedades anónimas, mutuas y cooperativas de seguros o mutualidades de previsión social-, que se caracterizan por el especial tipo de empresa que vertebran gestionan y explotan [la empresa de seguros], y que, por lo mismo, ciertamente no se corresponden con los suscriptores de preferentes: éstos, simplemente no pueden ser aseguradores. Claro que sí podrían, ciertamente, ser prestamistas aleatorios. Pero, ¿lo son? La única modalidad de préstamo aleatorio... respecto de la restitución -no respecto de la remuneración-, que se contempló en el Derecho español, era el citado préstamo a la gruesa, de los artículos 719 a 736 del Código de Comercio. Un contrato que era -de conformidad con el artículo 720, “*in fine*”- extremadamente formal; tanto que debía celebrarse por escrito, como condición “*ad substantiam*”. La cuestión es: ¿por qué? ¿Por qué un contrato se configuraba como tan estrictamente formalista, cuando el Código de Comercio se rige por la libertad de forma? En mi opinión, la respuesta podría ser -probablemente- dado su carácter aleatorio: es preciso delimitar claramente que se opera la cobertura de unos riesgos. Además, el artículo 731 del Código de Comercio

³- SAProv. Alicante, de 15.12.2005, en D.N., 2006, año 17, nº 192, septiembre, p. 49.

establecía claramente que “[l]as acciones correspondientes al prestador se extinguir[ía]n con la pérdida absoluta de los efectos sobre que se hizo el préstamo, si procedió de accidente de mar en el tiempo y durante el viaje designados en el contrato, y constando la existencia de la carga a bordo; pero no suceder[ía] lo mismo si la pérdida [hubiese provenido] de vicio propio de la cosa, o [hubiese sobrevenido] por culpa o malicia del prestatario, o por baratería del capitán, o si [hubiera sido] causada por daños experimentados en el buque a consecuencia de emplearse en el contrabando, o si [hubiese procedido] de cargar las mercaderías en buque diferente del que se designó en el contrato, salvo si este cambio se hubiera hecho por causa de fuerza mayor...”. Pues bien; ¿acaso la referencia a que “las acciones correspondientes al prestador se extinguirán” es comparable a proclamar el carácter “perpetuo” de las participaciones preferentes? Yo creo que no, y creo que esto es debido a que –en el fondo- la relación jurídica de participación preferente no se ha querido configurar como un préstamo aleatorio, ni su causa es la asunción de riesgos, por parte del suscriptor. Mas que el préstamo no sea aleatorio... no impide que pueda ser “parciario”. Así; lo que realmente ha sucedido ha sido la “parciarización” del empréstito, y –correlativamente- la parciarización del “debitum ex mutuo”. Las participaciones preferentes son valores de deuda; verdaderas obligaciones, pero en las que la relación causal de préstamo es –por así decirlo- “híbrida”; más no híbrida de mutuo y sociedad, sino híbrida de mutuo y cuenta en participación (arts. 239 a 243, CCom, análogamente a las cuotas participativas de las cajas de ahorros). Por este motivo, el objeto y la causa del contrato –de la relación contractual- de participación preferente no son los propios de una relación de sociedad, sino los propios de una relación de mutuo parciario mercantil [mezcla de mutuo y cuenta en participación]. En efecto; si el objeto del contrato –de la relación contractual- de participación preferente no es el propio de una relación de sociedad... entonces la causa tampoco puede ser “societaria” [aunque pueda llegar a presentar un cierto parecido con ella], y –por consiguiente- el título jurídico de la aportación de fondos, resultado de la suscripción de participaciones preferentes, no puede ser el de aportación social: tiene que ser otro distinto. Y, como dije, esto es –cabalmente- lo que sucede; nos hallamos en presencia de una modalidad de préstamo parciario; de un préstamo especial, con elemento propios de la cuenta en participación, por cuya virtud se hace –al prestamista; al suscriptor de las “participaciones preferentes”- participe, no solo de los resultados favorables de la empresa de la entidad emisora, sino también de los desfavorables, lo cual se consigue, con las técnicas de subordinación crediticia y de supresión de reembolsos y pagos de remuneraciones, que son típicas de este instrumento. Mas, entre decir que las

participaciones preferentes son instrumentos de deuda perpetua, y decir que en ellas no existe derecho a la amortización –ni correlativamente, la obligación de reembolsar el importe- media un verdadero abismo; un abismo que no puede eludir, ni el particular –y me refiero a la entidad emisora-, ni el juez u otro representante del poder público, so pena de infringir el artículo 33 de la Constitución española.

Las expresiones “carácter perpetuo” o “no amortizables” se emplean en un sentido equívoco; poseen un significado –real- oculto, que no es otro que el de la “parciarización” del empréstito, y –correlativamente- la parciarización del “debitum ex mutuo”. No es que las participaciones preferentes no sean reembolsables... sino que su reembolso se ve interferido por la participación –aunque este hecho no se mencione explícita y precisamente- del mutuante incluso en las pérdidas de la entidad emisora-mutuataria. Así, el reembolso del préstamo documentado en las participaciones preferentes se ve sometido, no propiamente a un plazo puro y simple, sino a una serie de “condiciones quasi ex iure vel quasi ex lege”; falsamente legales, porque son obra de la voluntad paccionada, plasmada en los contratos de suscripción. Mas, si esto es así, estaremos ante un problema dogmático de profundo calado, porque, pese a todo, las palabras no pueden considerarse inocuas. Hablar de valores negociables de deuda de “carácter perpetuo” o “no amortizables”, sobre ser difícilmente compatible con principios fundamentales del Derecho de obligaciones y contratos, pueden colisionar –también- con la legislación de protección del consumidor, que –en materia de contratos- trata de imponer el principio de justo equilibrio entre las prestaciones; un equilibrio justo que, en mi opinión, se rompe cuando a los titulares de preferentes se les deja de pagar la retribución o remuneración... y –además- no se les permite recobrar los fondos prestados. Y es que puede –suele- suceder que las preferentes las suscriban pequeños inversores, cuya condición es equivalente a la de los consumidores, y si bien se suele creer –y es verdad- que a estos pequeños inversores los protege la legislación sobre mercados de valores y servicios de inversión, no hay que olvidar que dicha normativa no deroga lo previsto en la legislación de protección de los consumidores. Al menos habría que haber respetado las exigencias del artículo 1258 del Código Civil y del artículo 57 del Código de Comercio.

Sea como fuere, hablar de unos valores de deuda de “carácter perpetuo” o “no amortizables”, puede resultar difícilmente compatible con principios fundamentales del Derecho de obligaciones y contratos, a menos que exista una muy importante –siquiera en términos relativos- contrapartida a esa parciarización del empréstito, que tan graves consecuencias tuvo para los titulares de las

preferentes. No voy a detenerme mucho más en ello... salvo para poner de manifiesto una cosa: *si las participaciones preferente son valores de deuda*; si se trata de verdaderos títulos obligacionarios; de obligaciones, entonces por imperativo de lo dispuesto en el Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto legislativo nº 1/2010, de 02.07.2010 y en la Ley nº 211/1964, de 24.12.1964, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades, asociaciones y otras personas Jurídicas, el negocio –p.e. un acuerdo social- o el contrato de emisión/suscripción, en sí; no ya las obligaciones que pudieran generar, son obligatorios, ellos mismos, poseyendo una eficacia vinculante análoga a la de una ley, referida no sólo a lo expresamente pactado –dice el artículo 1258 del Código Civil- sino también a *“todas las consecuencias que conforme a su naturaleza, deriven de la buena fe, el uso y la ley”*. Y la emisión de obligaciones incluso aunque sean subordinadas o participaciones preferentes... no puede ser una excepción. Pues bien; una de las consecuencias más importantes es la previsión de estructuras organizativas de gestión, orientadas a la defensa colectiva de los intereses de los obligacionistas. En los ordenamientos del *“common law”*, se recurre a la figura del *“trust”* o fiducia anglosajona ⁽⁴⁾. En cambio, otros

ordenamientos –como el español- se sirven de la constitución del llamado *“sindicato de obligacionistas”*, junto con el nombramiento del *“comisario”*, de modo que –en cierto sentido- se recurre a un sistema dual, en el que existe, no un único cauce de representación unitaria de los intereses de los obligacionistas, sino que esta representación y defensa viene –por así decirlo- escindida o disgregada en dos *“órganos”* o dos figuras. En este sentido, el artículo 403 de la Ley de sociedades de capital, titulado *“condiciones de la emisión”*, establece que:

“Serán condiciones necesarias de la emisión de obligaciones la constitución de una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas y la designación, por la sociedad, de una persona que, con el nombre de comisario, concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas”.

Por su parte, el artículo 6º de la Ley por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas establece que:

“Las sociedades que no hayan adoptado la forma de Anónimas y las Asociaciones y demás personas jurídicas que emitan obligaciones de cualquier clase, deberán constituir el sindicato de obligacionistas y designar un comisario, que concurrirá al otorgamiento de la escritura de emisión en nombre de los futuros tenedores de los títulos.

Si las entidades emisoras no constituyen el sindicato de obligacionistas a que se refiere el

⁴Que ha servido, p.e., de modelo para las instituciones de inversión colectiva o para desempeñar el papel de administración concursal. En este sentido, por lo que hace al Derecho norteamericano, es preciso hacer referencia al 15 U.S. Code § 77bbb [*“Necessity for regulation”*], a través del cual viene a quedar inserta en el U.S.C. la conocida como *“Trust Indenture Act”*, de 1939, que podríamos traducir como Ley de régimen jurídico del contrato de fideicomiso de emisiones de valores, que comienza estableciendo que *“por la presente se declara que el interés público nacional y el interés de inversores en pagarés en serie, obligaciones, bonos, valores de deuda y certificados de interés o participación en ellos, que son objeto de oferta pública, resulta desfavorablemente afectados - (1) cuando el obligado omite constituir un fideicomisario para proteger y hacer cumplir los derechos y representar los intereses de tales inversores”*. Por su parte, en el Derecho inglés, las emisiones de valores de deuda –que incluyen la deuda consolidada o no amortizable [*“irredeemable debentures”*]-, cuando son objeto de oferta pública, determinan que la entidad emisora se vea comprometida en una relación fiduciaria –*“enters into a trust”*- con fideicomisarios –normalmente, compañías de seguros- en interés y por cuenta de los tenedores de dichos valores de deuda. Estas relaciones se manifiestan en forma de contratos documentados por escrito; es decir: contratos formalizados de fideicomiso, en cuyo caso se habla de *“trust indenture”* [en EE.UU.] o *“trust deed”* [Inglaterra]. Y es que el *“trust”* anglosajón constituye una relación jurídica que genera una obligación *en equidad* [*“in equity”* o *“equitable duty”*] que recae sobre cierta persona [*“trustee”*], a quien compromete a *disponer y administrar* un bien ajeno, *sobre el que tiene control* [*“the trust property”*], en beneficio de ciertas personas, entre las cuales puede hallarse ella misma, que pueden exigirle el cumplimiento

de su obligación. Esta figura responde a un modelo jurídico de división del dominio que no posee –o que apenas posee- parangón en el *“civil law”*, ya que es de neta raigambre inglesa: se trata de un sistema de titularidades *“disociadas”* sobre los bienes: hay una titularidad formal o fiduciaria, en favor del *“trustee”* y una titularidad material, en la persona del beneficiario, que es en quien revierten los beneficios obtenidos por la gestión de los bienes. Así se explican los amplios poderes del *“trustee”* en relación con los bienes que tiene confiados –p.e., los propios valores obligacionarios o *“debentures”*-, los cuales se halla plenamente legitimado administrar, de acuerdo con su recto criterio, a la hora de gestionar los derechos de los obligacionistas/acreedores, pero siempre de forma diligente y rindiendo cuentas de su gestión. Sea como fuere, el *“trustee”* se nombra –debe ser nombrado- en caso de emisión de valores obligacionarios, para que se interponga entre Entidad emisora y obligacionistas, al objeto de garantizar el leal cumplimiento de las obligaciones nacidas de los contratos de suscripción, por parte de la citada Entidad emisora.

párrafo anterior, podrán tomar la iniciativa y solicitar su constitución los propios obligacionistas que representen, como mínimo el treinta por ciento del total de la serie o emisión, previa deducción de las amortizaciones realizadas. A la Asamblea en que se adopten estas decisiones deberá ser convocada la entidad emisora y el comisario designado en la escritura de emisión”.

Y, asimismo, también se refieren a esta necesidad los artículos 310, 312 y 313 del Reglamento del Registro Mercantil, aunque –en ocasiones- da la impresión de que la existencia del sindicato no fuera necesaria; de que no fuera obligatoria, sino facultativa. Así parece sugerirlo el artículo 310, cuando dice que, cuando la entidad emisora no fuese sociedad anónima y no hubiere constituido al tiempo de la emisión el sindicato de obligacionistas, las circunstancias relativas a éste se harán constar en inscripción separada mediante cualquiera de los títulos a que se refiere el artículo 9º de la Ley por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas. Mas no comparto este criterio: en mi opinión, la existencia y los términos de los distintos preceptos mencionados no pueden ser interpretados como si todo ello significase que, si la entidad emisora no adopta la forma de sociedad anónima, no sería obligatorio constituir el sindicato de obligacionistas. Muy al contrario: la constitución de un sindicato o asociación de defensa de los obligacionistas aparece, en todos los textos legales mencionados –y, por tanto, igualmente en la Ley por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas- como una necesidad jurídica; como un deber que puede ser impuesto y cuya observancia cabe exigir, tanto a las sociedades anónimas, como a las demás personas jurídicas que emitan valores obligacionarios: no podemos hacer caso omiso del hecho de que el artículo 6º de la referida Ley establezca que *“las sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas y las asociaciones y demás personas jurídicas que emitan obligaciones de cualquier clase, deberán –sic- constituir el sindicato de obligacionistas”.*

Por consiguiente, se trata de algo *obligatorio*, y es por este motivo por lo que, *“[s]i las entidades emisoras no constituyen el sindicato de obligacionistas ... podrán tomar la iniciativa y solicitar su constitución los propios obligacionistas que representen, como mínimo el treinta por ciento del total de la serie o emisión”.* Por tanto, se reconoce a los obligacionistas un derecho *“de minoría cualificada”* o de ejercicio colectivo, lo que no empece para considerar que se trata de un verdadero derecho subjetivo, y si es un derecho subjetivo y tiene un contenido patrimonial y una eficacia *“in personam”*, ya que su objeto es un *“facere”*, entonces

solamente podemos concluir que a este derecho le corresponde una correlativa obligación.

En realidad, desde el punto de la naturaleza jurídica necesaria, la diferencia reside en –digamos- el contexto cronológico-temporal: en las sociedades anónimas emisoras de obligaciones, pareciera que la constitución del sindicato constituye un *“prius”* de la emisión y una *“conditio iuris”* de su válida formulación, mientras que –en el caso de aquellas sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas y las asociaciones y demás personas jurídicas y que emitan obligaciones de cualquier clase- la constitución del sindicato no es un *“prius”* de la emisión, sino un *“posterius”* de ella. De hecho, hay quien considera que ni siquiera sucede tal cosa cuando la emisión se lleva a cabo por una sociedad anónima, pues los términos del artículo 403 de la Ley de sociedades de capital, que parecen sugerir que la constitución del sindicato debe tener lugar en el momento de la emisión, resultarían –así- engañosos, ya que, en realidad, la constitución del sindicato, como tal, es, más bien, un fenómeno de acaecimiento sucesivo. Yo tengo mis dudas, acerca de esta afirmación. Ante todo, creo que es posible que la constitución del sindicato de obligacionistas, en las emisiones realizadas por sociedades anónimas, no sea un *“prius”* funcional o cronológico de la emisión, pero sí un *“prius”* lógico de ella, de modo que no quepa efectuar una emisión de obligaciones, salvo en supuestos excepcionales –caso de la emisión de *“cédulas hipotecarias”*, o de las obligaciones emitidas por sociedades concesionarias de obras públicas, registradas ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con riesgo financiero evaluada positivamente por entidad reconocida por la susodicha Comisión- sin que se constituya, previa, simultánea o sucesivamente, esa asociación o sindicato de obligacionistas. Por eso, precisamente, se añade que cuando la entidad emisora no fuese sociedad anónima y no hubiere constituido al tiempo de la emisión el sindicato de obligacionistas, las circunstancias relativas a éste se harán constar en inscripción separada mediante cualquiera de los títulos a que se refiere el artículo 9º de la Ley por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas. Hay una inscripción separada de la constitución del sindicato, etc... porque ese sindicato se constituye; y se constituye, no de forma libre y voluntaria, sino porque es obligatorio constituirlo, ya que lo impone la referida Ley. Sea como fuere; debe considerarse –en todo caso- obligatoria la constitución de la asociación o sindicato de obligacionistas, y también es obligatoria la designación del comisario; *“pieza fundamental”* del régimen jurídico-societario de la emisión de obligaciones, en el ordenamiento jurídico español. Dos figuras, órganos o instituciones –dicho sea en sentido lato- cuya necesidad se explica por las funciones que están llamadas a desempeñar: básicamente, remediar la

situación de desamparo en que se encuentran los tenedores de obligaciones, en tanto que inversores, frente a la entidad emisora, *agrupándolos a todos, para la mejor defensa de sus intereses*, toda vez que el obligacionista, actuando de forma individual y aislada, apenas puede controlar eficazmente la solvencia de la entidad emisora; desconoce la conducta del deudor, la inversión que da éste a las garantías que se establecen a su favor, no puede adoptar medidas tendentes a evitar -en un momento dado- posibles fraudes a sus derechos.

A decir verdad, las funciones del sindicato no se expresan clara o directamente, en la Ley; es decir: que no se expresan de forma clara... porque no se expresan de forma directa, y no se expresan de forma directa porque, cuando se

mencionan dichas funciones, no aparecen referidas – propiamente- al sindicato, sino a *sus órganos*.

Pues bien; creo que hubo un incumplimiento masivo por parte de las entidades emisoras de participaciones preferentes, en cuanto que –al parecer- por todas ellas, creo que sin excepción, se omitió la designación de un “*comisario*” y se omitió la creación de una “*asociación o sindicato*” de los titulares de preferentes.

Soy consciente de que esta reflexión suscita múltiples cuestiones, pero ruego al lector que tenga en cuenta que no se puede decir más en tan corto espacio, cuyos límites permitidos –por otra parte- ya he rebasado notoriamente.