



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**LAS GARANTÍAS FINANCIERAS. RÉGIMEN  
JURÍDICO Y SU IMPACTO EN EL  
PROCEDIMIENTO CONCURSAL**

Autor: Alejandro Ignacio Fernández Sieiro

5º E-3 A

Derecho Mercantil

Tutor: Rafael Sebastián Quetglas

Madrid

Abril 2021

## ÍNDICE

<b>I. INTRODUCCIÓN. MARCO CONCEPTUAL.....</b>	<b>7</b>
<b>II. LAS GARANTÍAS FINANCIERAS EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL. LOS ANTECEDENTES NORMATIVOS AL RD-L 5/2005.....</b>	<b>8</b>
<b>III. EL FUNDAMENTO COMUNITARIO DEL RD-L 5/2005. LA DIRECTIVA 2002/47/CE. ....</b>	<b>13</b>
<b>IV. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS.....</b>	<b>16</b>
4.1. Naturaleza y alcance del RD-L 5/2005, de 11 de marzo .....	16
4.2. Ámbito de aplicación.....	17
4.3. Delimitación subjetiva del régimen especial.....	22
4.5. Formalidades.....	28
<b>V. LAS GARANTÍAS FINANCIERAS Y LOS ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN.....</b>	<b>30</b>
5.1. Los acuerdos de refinanciación. Concepto y tipología.....	30
5.2. Los efectos de los acuerdos de refinanciación sobre los acreedores con garantías reales.....	32
5.3. La protección de las garantías financieras frente a los acuerdos de refinanciación.....	34
<b>VI. LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS.....</b>	<b>39</b>
6.1- Régimen de ejecución de las garantías sujetas al RD-L 5/2005.....	39
6.2- La ejecución de las garantías financieras en la jurisprudencia.....	42
<b>VII. LA RESCISIÓN DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS .....</b>	<b>45</b>
7.1- Régimen general de la acción de reintegración concursal. El perjuicio a la masa activa como requisito.....	45

7.2- La rescisión de la garantía financiera por fraude de acreedores.....	48
<b>VIII. CONCLUSIONES.....</b>	<b>54</b>
<b>IX. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>56</b>

## **Resumen**

El régimen jurídico de las garantías financieras y de los acuerdos de compensación contractual contenido en el Real Decreto-Ley 5/2005 ha sido objeto de múltiples reformas y ha estado sujeto a la interpretación y crítica tanto de la doctrina como de la jurisprudencia desde el momento de su entrada en vigor. Dicha norma incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo que tenía como finalidad la armonización comunitaria de la regulación de las garantías financieras a efectos de dotarlas de una mayor protección y facilitar la circulación de capitales en la Unión Europea. Entre el contenido del Real Decreto se establecen los efectos del procedimiento concursal sobre las garantías financieras otorgando a las mismas un tratamiento privilegiado sobre el resto de los acreedores con garantías reales que resulta difícilmente conciliable con la propia regulación del concurso en el derecho interno, llegando incluso a desvirtuarlo.

El objeto de este trabajo será, en primer término, el análisis del régimen jurídico de las garantías financieras contenido en RD-L 5/2005, exponiendo las dificultades suscitadas a raíz de su defectuosa redacción, para después ya evaluar sus implicaciones dentro del procedimiento concursal. Dentro de este último se profundizará en la protección especial de las garantías financieras en los acuerdos de refinanciación, en su ejecución y en el ejercicio de la acción rescisoria.

**Palabras clave:** Garantías financieras, RD-L 5/2005, acuerdos de refinanciación, ejecución, acción rescisoria, acuerdos de compensación contractual.

## **Abstract**

The legal regime of financial collateral and contractual netting agreements in Royal Decree-Law 5/2005 has been subject to multiple reforms and the interpretation and criticism by both doctrine and case law since it was passed. This regulation incorporates into the Spanish legal system the Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council, the purpose of which was to harmonize the regulation of financial guarantees to provide them with greater protection and facilitate the movement of capital within the European Union. The Royal Decree establishes the effects of bankruptcy

proceedings on financial collateral, granting them a privileged treatment over other secured creditors, which is difficult to reconcile with the regulation of bankruptcy in domestic law, even distorting it.

First of all, the purpose of this paper will be to analyze the legal regime of financial collateral contained in RD-L 5/2005, exposing the difficulties raised as a result of its defective drafting, and then to evaluate its implications within the insolvency proceedings. Within the latter, the particular and protective treatment of financial guarantees in refinancing agreements, in their enforcement, and the exercise of the rescissory action will be examined in depth.

**Key words:** Financial guarantees, RD-L 5/2005, refinancing agreements, enforcement, rescissory action, contractual compensation agreements.

## ACRÓNIMOS

AC: Administración Concursal

ACC: Acuerdo de compensación contractual

AEB: Asociación Española de Banca.

AR: Acuerdos de refinanciación.

AEP: Acuerdos extrajudiciales de pagos.

BCE: Banco Central Europeo.

BOE: Boletín Oficial del Estado.

CE: Constitución Española.

DA: Disposición Adicional.

DF: Disposición Final.

ISDA: International Swaps and Derivatives Association.

LC: Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. (BOE 10 de julio de 2003).

RD-L 5/2005: Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

TRLR: Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (BOE 7 de mayo de 2020).

STC: Sentencia del Tribunal Constitucional.

STS: Sentencia del Tribunal Supremo.

UE: Unión Europea.

## **I. INTRODUCCIÓN. MARCO CONCEPTUAL.**

A raíz del Real-Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (en adelante RD-L 5/2005), los titulares de garantías financieras gozan en el ámbito del concurso de una protección especial, particularmente, en lo concerniente a la tutela ejecutiva y al ejercicio de la acción de rescisión concursal, dotándoles a estos efectos de un tratamiento privilegiado en contraposición con el resto de los acreedores con garantías reales.

El RD-L 5/2005 incorporó en el ordenamiento jurídico español, en el ámbito de los acuerdos de compensación contractual (en adelante ACC) y garantías financieras, la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio. El propósito de esta disposición fue la armonización comunitaria del régimen de estas garantías, a efectos de dotar de una mayor eficacia y competitividad al sector financiero y apoyar la circulación de capitales en la Unión Europea (en adelante UE).

Desde su entrada en vigor, esta norma ha estado sujeta a múltiples reformas y ha sido criticada e interpretada, tanto por la doctrina como por la jurisprudencia, por las complejidades suscitadas a raíz de la ambigüedad de su redacción, así como por la difícil conciliación del contenido de sus preceptos con lo preestablecido en el derecho interno.

En este trabajo se profundizará, desde la perspectiva de las garantías financieras, en el estudio de los orígenes, fundamento, objeto y ámbito de aplicación de la mencionada norma, para, consiguientemente, analizar la protección especial que otorga la misma a sus titulares en lo concerniente a los acuerdos de refinanciación, a la ejecución de las mismas, así como al ejercicio de la acción rescisoria en el marco del procedimiento concursal. Así, el objeto de este trabajo será fundamentar la ineficacia y falta de precisión del RD-L 5/2005 en la regulación de las garantías financieras, particularmente, en la determinación de los conceptos contenidos y las dificultades de conciliación de su desarrollo interno, especialmente, con respecto al régimen común, llegando a desvirtuar el propio procedimiento concursal.

## II. LAS GARANTÍAS FINANCIERAS EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL. LOS ANTECEDENTES NORMATIVOS AL RD-L 5/2005.

La primera mención a un régimen de garantías financieras en el ordenamiento jurídico español se encuentra en el Real Decreto (en adelante RD) 1814/1991, de 20 de diciembre por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, destacándose este régimen en su exposición de motivos como “*principio esencial*” y “*pilar básico*” sobre el que se apoya la seguridad de la contratación en estos mercados, con la finalidad de limitar los riesgos derivados de un potencial incumplimiento de las obligaciones financieras contraídas.

Ha de advertirse que su ámbito objetivo se refería específicamente a los contratos de futuros y opciones. El sistema ideado al respecto se concreta sobre los siguientes elementos estructurales:

- Las Sociedades Rectoras de estos mercados exigirán respecto de sus partícipes “*la constitución y mantenimiento de las garantías exigibles (...)*”, velando por su cumplimiento (Art. 17. Apartados 1 y 2 RD 1841/1991).
- La cuantía de las garantías constituidas deberá ser objeto de actualización al cierre de cada sesión atendiendo a la evolución de las respectivas cotizaciones, determinando, en caso contrario, la liquidación de la totalidad de las posiciones abiertas (art. 18.1 y 3 RD 1841/1991).
- La materialización de la garantía podrá efectuarse a través de “*cuentas a la vista, depósitos en metálico u otros activos de bajo riesgo y elevada liquidez*”, “*prenda de valores*” o, más abiertamente, de “*cualquier otra forma*” a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) (Art. 19.1 RD 1841/1991).

El segundo hito en la regulación interna de garantías financieras, en este supuesto con rango legal, está constituido por la incorporación de un nuevo número a la Disposición Adicional (en adelante DA) Séptima de la Ley 3/1994<sup>1</sup> a través de la DA cuadragésima

---

<sup>1</sup> Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero en materia de establecimientos financieros de crédito.



de la Ley 66/1997<sup>2</sup>. Con un alcance objetivo limitado a instrumentos financieros derivados se admite la eficacia de su compensación en supuestos concursales.

Como antecedente relevante debe destacarse la previa aprobación de la Directiva 96/10/CE<sup>3</sup> que otorga al sistema de compensación contractual una ventaja en términos de competitividad de las instituciones financieras comunitarias, de forma que, en el supuesto de que una de las partes intervinientes incurra en una situación de impago, por incumplimiento, posición concursal o cualquier otra circunstancia, se tendrá el derecho a percibir o la obligación de satisfacer, exclusivamente, el importe neto, positivo o negativo, de los valores, incluidos en aquella obligación, computados a precios de mercado<sup>4</sup>.

En definitiva, esta disposición ampara la ruptura de nuestro ordenamiento con el principio básico del derecho concursal *par conditio creditorum*, cuyo objeto es la realización proporcional de los derechos de los acreedores, respetando la posición preferencial que les corresponda con arreglo a una norma legal<sup>5</sup>.

Sobre la base del derecho absoluto de separación de los valores y el efectivo en que estuvieran materializadas las garantías constituidas en los mercados oficiales de futuros y opciones, se construye un régimen “privilegiado” de compensación contractual conforme al que el vencimiento anticipado o resolución de las transacciones financieras incluidas en el mismo no podrá verse afectadas por situaciones de “*quiebra, suspensión de pagos, liquidación, administración intervención o concurso de acreedores*”. Para su eficacia jurídica es preciso que se cumpla con un requisito subjetivo, que al menos una de las partes intervinientes tenga la condición de entidad de crédito, y un requerimiento formal, en términos de un acuerdo que suponga la constitución de una exclusiva obligación jurídica que comprenda un conjunto de operaciones financieras y que en el

---

<sup>2</sup> Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

<sup>3</sup> Directiva 96/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de marzo de 1996, por la que se modifica la Directiva 89/647/CEE en lo que se refiere al reconocimiento por las autoridades competentes de la compensación contractual.

<sup>4</sup> Directiva 96/10/CE, Anexo I. 3 Compensación contractual

<sup>5</sup> KIRCHNER, P. y SALINAS ADELANTADO, C., *La reforma de la ley de mercado de valores*. Tirant lo Blanch. Valencia, 1999, pp. 380-381.

supuesto de vencimiento anticipado los diferentes partícipes únicamente tendrán derecho a reclamarse el importe neto de las transacciones financieras comprendidas.

La precedente disposición legal tuvo apenas una vigencia temporal de siete meses, siendo reemplazada por al DA Décima de la Ley 37/1998<sup>6</sup> que construye el régimen del ACC sobre los mismos ingredientes. Alcance objetivo limitado a derivados financieros; requisito subjetivo, exigiendo la concurrencia de una entidad de crédito; y requerimiento formal, mediante la constitución de una obligación jurídica en los términos anteriormente indicados. Sobre tales elementos se establece un régimen especial de protección ante cualquier situación procesal que pudiese sobrevenir<sup>7</sup>.

La posterior evolución normativa es provocada por la necesaria incorporación al ordenamiento interno español de la Directiva 98/26/CE<sup>8</sup>. Se impone un tratamiento integrado de los sistemas de pago y liquidación de valores, sobre una base amplia formalizada mediante un acuerdo “*entre tres o más participantes*”, regido por la legislación del Estado miembro elegido por los participantes y con la protección de los derechos de los terceros mediante la correspondiente intervención pública, identificando los posibles “participantes” y armonizando a estos efectos el alcance de la “*orden de transferencia*”, “*procedimientos de insolvencia*”, “*compensación*”, “*cuenta de liquidación*” y “*garantía*”. En el ámbito de este sistema se reconoce a las órdenes de transferencia y compensación su naturaleza de irrevocabilidad, ante un procedimiento de insolvencia de un participante, siempre que aquellas “*se hayan cursado al sistema antes del momento de la incoación de un procedimiento de insolvencia*” (Art. 3 Directiva 98/26/CE).

La transposición de esta norma comunitaria al Derecho español se produce mediante la Ley 41/1999<sup>9</sup> de aplicación a los “*sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores o instrumentos financieros derivados*” y a las operaciones de política monetaria

---

<sup>6</sup> Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Su Disposición derogatoria única deroga la DA Séptima de la Ley 3/1994, de 14 abril.

<sup>7</sup> Igualmente, la Ley 37/1998, regula a través de su DA Sexta el régimen de las garantías pignoraticias de las obligaciones contraídas frente algún mercado secundario o de obligaciones adquiridas por transacciones realizadas a través de estos mercados.

<sup>8</sup> Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.

<sup>9</sup> Ley 41/1999, de 13 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores.

efectuadas por el Banco de España, el Banco Central Europeo (en adelante BCE) y los restantes Bancos Centrales de los Estados miembros (Art. 2 Ley 41/1999). Además de estas instituciones financieras pueden ser participantes en el sistema, las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, nacionales o autorizadas para operar en territorio español, estableciendo los requerimientos que han de atender los sistemas para ser reconocidos (Art. 8 Ley 41/1999).

Sustantivamente, el aspecto central de esta disposición consiste en otorgar un estatuto especial de irrevocabilidad a las órdenes de transferencia efectuadas por los participantes, una vez aceptada por el sistema. Ante una situación de insolvencia el régimen especial de garantías financieras protege al participante, en cuyo favor se hubieran constituido, que gozará de un derecho absoluto de separación. Únicamente, *“el sobrante que resulte de la liquidación de las obligaciones correspondientes con cargo a las citadas garantías se incorporará a la masa patrimonial del participante sujeto al procedimiento de solvencia”* (Art. 14 Ley 41/1999). Nuevamente, surge como elemento central el mecanismo de compensación, con arreglo al que todas las transacciones comprendidas en una única obligación no operarán ante la insolvencia de un participante como operación independiente, sino como parte integrante de una obligación común<sup>10</sup>.

El último precedente normativo, particularmente relevante, está protagonizado por la adaptación operada en el mencionada DA Décima de la Ley 37/1998 a través del art. 16 de la Ley 44/2002<sup>11</sup>. Se amplía el ámbito objetivo de los ACC, hasta ahora privativo de los instrumentos financieros derivados, comprendiendo, igualmente, las “operaciones fuera de mercado”<sup>12</sup>. La construcción de este régimen especial descansa sobre los cuatro tradicionales ejes al respecto:

1º. La identificación de su ámbito subjetivo, nuevamente, limitado a que al menos uno de los participantes en el acuerdo sea una entidad financiera autorizada.

---

<sup>10</sup> PUY FERNÁNDEZ, G., ‘‘Las garantías financieras en el concurso’’. Tesis Doctoral. Universidad de Huelva. 2016. pp. 31-32.

<sup>11</sup> Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

<sup>12</sup> GÓMEZ JORDANA, I., *Las garantías financieras como productos financieros derivados una revisión de la reforma y sus efectos, en Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*. Aranzadi. 2003. pp. 128.

2º. Una formalización que precise las transacciones financieras comprendidas en el acuerdo y la determinación del saldo neto derivado de la liquidación de dichas operaciones.

Es destacable en este aspecto el papel armonizador e impulsor efectuado por la *International Swaps and Derivatives Association* (en adelante ISDA) al generalizar la utilización de un acuerdo marco normalizado de utilización muy frecuente en los mercados internacionales en transacciones con instrumentos financieros derivados<sup>13</sup>. El carácter armonizado representa estabilidad, aportando seguridad y confianza a las transacciones financieras comprendidas en dichos acuerdos. La utilización recurrente de cláusulas estándar reduce los riesgos de conflictividad, al tiempo que resultan más fácilmente asumidas por los tribunales de justicia en la interpretación de los contratos. La utilización extensiva de esta fórmula contractual resulta potenciada, facilitando el acceso a un mecanismo *netting* de obligaciones recíprocas entre participantes, así como la negociación de las operaciones, dada la aceptación generalizada de los términos normalizados de los contratos al respecto<sup>14</sup>.

3º- La definición de un alcance objetivo ampliado, eliminando cualquier referencia limitativa referida a instrumentos financieros derivados, destacando las efectuadas sobre los instrumentos financieros referidos en el art. 2 Párrafo 2º de la Ley 24/1988<sup>15</sup>.

4º Finalmente, la reiterada aplicación del régimen especial de protección de tales acuerdos ante una “*solicitud de quiebra, suspensión de pagos, liquidación, o concurso de acreedores*” que pudiera afectar a cualquiera de sus participantes, de tal forma que la terminación o vencimiento anticipado de las operaciones financieras integradas en dichos

---

<sup>13</sup> Entre operadores españoles es frecuente que se utilice como “modelo” el Contrato Marco de Operaciones Financieras” (en adelante CMOF) elaborado por la Asociación Española de Banca (en adelante AEB).

<sup>14</sup> FANEGO RODRÍGUEZ, M, “Aspectos internacionales de los contratos de cobertura del riesgo cambiario en los mercados OTC”. *RJUAM*. Número 32. 2015. En VÁZQUEZ ORGAZ, J., “Acuerdos Marco de Operaciones Financieras: El “*ISDA Master Agreement*”. *Noticias Jurídicas*. 2002. pp. 6-10 y LORBÉS IRIGOYEN, P.: “Contrato de SWAP: Regulación general y análisis de los contratos ISDA 2002”. *Legaltoday*. 2009. pp 3-8, pueden encontrarse una identificación de los elementos básicos del funcionamiento de un esquema ISDA.

<sup>15</sup> Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (derogada y sustituida por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores). La redacción del art. 2 Párrafo 2º de este texto legal fue introducida por el art. 1 de la Ley 37/1998.

acuerdos de compensación contractual no podrá verse limitada, restringida o afectada por la concurrencia de cualquiera de las situaciones procesales indicadas

### **III. EL FUNDAMENTO COMUNITARIO DEL RD-L 5/2005. LA DIRECTIVA 2002/47/CE.**

La Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio, sobre acuerdos de garantía financiera representa la continuación y profundización en el recorrido previamente iniciado por la Directiva 98/26/CE, referida a los sistemas de pagos y de liquidación de valores. En la Comunicación de Comisión de 11 de mayo sobre la *“aplicación del marco de acción para los servicios financieros”* se destaca la relevancia de la seguridad jurídica para fomentar las operaciones financieras internacionales con valores, siendo preciso iniciativas legislativas al respecto y, en particular, *“una Directiva sobre la utilización transfronteriza de las garantías”*.

El establecimiento de un régimen comunitario armonizado en materia de aportación de valores o efectivo como garantía, se considera un ingrediente necesario para la efectividad de la libre circulación de capitales intracomunitaria en el ámbito de los servicios financieros, contribuyendo, igualmente, a la integridad, estabilidad y eficiencia del sistema financiero de la Unión Europea (Considerando 3, Directiva 2002/47/CE). Como eje central de este mandato comunitario se impone la prohibición de la prevalencia de las disposiciones legales domésticas en materia de insolvencia sobre los acuerdos de garantía financiera (Considerando 5, Directiva 2002/47/CE)<sup>16</sup>.

Desde una perspectiva personal se requiere que *“tanto el beneficiario como el garante”* pertenezca a la categoría de *“autoridad pública”*, bancos centrales o instituciones financieras internacionales, *“entidad financiera bajo supervisión prudencial”*, *“una contraparte central, un agente de liquidación o una cámara de compensación”* en los términos de la Directiva 98/26/CE y cualquier persona distinta de una persona física, siempre que el otro participante sea una de las entidades mencionadas anteriormente. No obstante, para esta última categoría se otorga a los Estados Miembros (en adelante EM),

---

<sup>16</sup> Este régimen especial ya estaba contemplado en el derecho interno español en la mencionada DA Décima de la Ley 37/1998.

con ocasión de la transposición de la norma comunitaria a su regulación interna, la facultad de aplicar la “*out – put clause*”, esto es, excluirlos de los acuerdos de garantía financiera protegidos por esta disposición (Art. 1. Apartados 2 y 3 Directiva 2002/47/CE)<sup>17</sup>.

En cuanto al alcance objetivo, la garantía financiera que se constituya deberá consistir en “*efectivo*” o en “*instrumentos financieros*”, facultando a los EM a que restrinjan su aplicación a aquellas garantía consistentes en “*acciones propias del garante*” y “*acciones del garante en empresas cuyo único fin sea poseer medios de producción esenciales para la actividad del garante o poseer bienes raíces*” (Art. 1.4 Directiva 2002/47/CE)<sup>18</sup>.

La aplicación del régimen comunitario de garantías financieras requiere que esta efectivamente se haya prestado y que exista constancia de dicha constitución por escrito. La norma comunitaria pretende alcanzar un equilibrio entre la seguridad jurídica de las partes, de tal manera que quede evidencia de la desposesión que implica el otorgamiento de la garantía financiera, asegurando así su necesario seguimiento, y la eficiencia del mercado que requiere de una inmediatez ejecutiva difícilmente compatible con formalismos oficiales o públicos. En este sentido, la disposición comunitaria prohíbe a los EM que requieran un “acto formal” como prueba para otorgar eficacia a la “*constitución, validez, perfección, ejecutabilidad o admisibilidad*” de tales acuerdos (Art. 3.1 Directiva 2002/47/CE).

La norma comunitaria prevé la ejecución del acuerdo al cumplimiento de las obligaciones financieras mediante la venta o apropiación, y la aplicación de su valor en el caso de instrumentos financieros, y mediante la compensación de su importe cuando la garantía se hubiese constituido en efectivo. El derecho de utilización de las garantías financieras en el marco de un acuerdo de garantía financiera prendaria constituye otra facultad otorgada al beneficiario por la disposición comunitaria con la finalidad de potenciar la

---

<sup>17</sup> La delimitación del beneficiario de este régimen financiero fue objeto de análisis, particularmente, detallado dado que el otorgamiento “*privilegiado para los acuerdos de garantía financiera podría entenderse como no compatibles con el principio general de igualdad de trato de los acreedores en el marco de los procedimientos de insolvencia*”.

<sup>18</sup> De acuerdo con el mencionado Informe COM/2006/0833 final, se trata de una facultad restrictiva cuya transposición al derecho interno de los diferentes EM no se ha mostrado como relevante en el funcionamiento del mercado interior.

liquidez de los mercados. Este derecho debe ser entendido como aquel que se otorga al beneficiario *“hacer uso y disponer como propietario de la garantía financiera”* constituida a tal efecto, asumiendo la obligación de transferir una garantía financiera equivalente que reemplace a la constituida inicialmente con anterioridad a la fecha acordada para el cumplimiento de las obligaciones financieras principales (Art. 5 Apartados 1 y 2 Directiva 2002/47/CE).

La liquidación por compensación exigible anticipada es un instrumento de utilización generalizada en los mercados financieros, reduciendo el riesgo sistémico de crédito, permitiendo, además, a las entidades financieras minorar sus exigencias de capital. La directiva reconoce la eficacia de esta cláusula, que faculta a una liquidación anticipada de la totalidad de las obligaciones y derechos contraídos con una contraparte, con independencia de que sobrevengan *“procedimientos de liquidación o medidas de saneamiento con respecto al garante o al beneficiario”* o concurra *“cualquier pretensión de afectación, embargo judicial o de otra índole”* sobre los derechos afectos a la garantía constituida (Art. 7 Directiva 2002/47/CE).

El marco sustantivo de la disposición armonizadora se cierra con la regla básica de este régimen especial de protección de los acuerdos de garantía financiera, así como de la prestación de la garantía ante cualquier situación de insolvencia siempre que hubiera sido constituida con anterioridad a la resolución que motiva la apertura de dicho procedimiento concursal, no viéndose, igualmente, perjudicada en los supuestos de prestación de garantías complementarias o sustitutivas (Art. 8 Directiva 2002/47/CE).

Finalmente, la disposición específica sobre “conflicto de normas” (Art. 9), está dirigida a fijar las reglas que determinan el derecho aplicable en transacciones financieras intracomunitarias. La norma comunitaria establece el principio general de aplicación del ordenamiento jurídico del EM *“en el que se encuentre la cuenta principal”*<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Este “punto de conexión” contradice al previsto en el Convenio sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario (Convenio de La Haya sobre Valores de 2006) que fija como criterio principal de vinculación jurídica territorial la libertad de elección la legislación aplicable por los partícipes de la operación financiera.

## **IV. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS.**

### **4.1. Naturaleza y alcance del RD-L 5/2005, de 11 de marzo.**

La incorporación al ordenamiento interno español de la analizada Directiva 2002/47/CE se produjo a través del Capítulo II del Título I del RD-L 5/2005<sup>20</sup>, unificando y sistematizando en un único texto normativo el conjunto de disposiciones relativas al régimen de garantías financieras y los ACC, derogando la DA Sexta, Décima y Duodécima de la Ley 37/1998 a prendas de valores, acuerdos de compensación y operaciones dobles y con pacto de recompra, así como el art. 68 de la Ley 14/2000<sup>21</sup> que regulaba las garantías prestada para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del proceso de distribución de monedas y billetes en euros.

El régimen legal de garantías y acuerdos financieros debe ser entendido como un régimen especial, con singularidad respecto del derecho común, particularmente en lo que se refiere a la aplicación de las disposiciones concursales. En esencia, estamos ante un régimen privilegiado que otorga una especial protección a las entidades financieras acreedoras en un procedimiento de insolvencia en detrimento de los restantes acreedores, simplemente, mediante un adecuado diseño de sus contratos financieros<sup>22</sup>.

La superposición de este régimen especial sobre un régimen común nos acerca a otros aspectos característicos de este esquema. En primer término, no es posible extender los efectos de la legislación especial a activos financieros ajenos al alcance objetivo específico. Requiere, adicionalmente, de la voluntad de las partes intervinientes en las transacciones financieras, suscribiendo un acuerdo privado en el que se da cumplimiento

---

<sup>20</sup> El RD-L 5/2005 introduce, igualmente, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, adoptando, adicionalmente, normas en materia de reforma energética.

Las modificaciones operadas en el régimen legal de garantías y acuerdos financieros han tenido lugar a través de la Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública y la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

<sup>21</sup> Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social.

<sup>22</sup> PUY FERNÁNDEZ, G, Op. Cit. pp 80.



a los requerimientos constitutivos necesarios para el acceso al esquema de protección especial. Finalmente, se plantea, la naturaleza dispositiva o, por el contrario, imperativa del régimen del RD-L 5/2005. Debemos de entender, como señala LYCZKOWSKA. K<sup>23</sup>, que *“no se renuncia a la garantía financiera si el acreedor (...) no insinúa su crédito como privilegiado especial en el concurso del garante, y prefiere optar por la condición de acreedor ordinario. No existe ni tan siquiera algo así como un retorno voluntario al sistema común, sino el ejercicio opcional de posibilidades múltiples”*.

#### **4.2. Ámbito de aplicación.**

El régimen especial configurado por el RD-L 5/2005 es de aplicación exclusiva a los ACC financieros, cuya finalidad es la constitución de una única obligación que comprenda la totalidad de las operaciones incluidas en tales acuerdos, y a las garantías financieras y acuerdos de garantías financieras, *“tanto de carácter singular como si forman parte de un acuerdo marco”* (art. 3 RD-L 5/2005)<sup>24</sup>.

Las garantías financieras son, en primer término, garantías de naturaleza mobiliaria que aparecen ante la insuficiencia de las garantías tradicionales previstas en el derecho común para atender los requerimientos específicos del ámbito financiero. Están dotadas de la mencionada especialidad que da acceso a las entidades financieras en su condición una privilegiada protección en situaciones de insolvencia frente a los restantes acreedores. Tienen carácter fiduciario, pues mediante la transmisión temporal de la propiedad del activo otorgado en garantía o, alternativamente, con su entrega en prenda, en el marco de los derecho de uso y disposición acordados, crean una garantía privilegiada en favor de la entidad financiera beneficiaria<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> LYCZKOWSKA, K., *“La constitución, el objeto y las modalidades de las garantías financieras”*. Tesis Doctoral. Universidad de Castilla – La Mancha. 2013. pp. 43-44.

<sup>24</sup> La transposición de la Directiva 2002/47/CE ha sido criticada por la doctrina, particularmente, en este ámbito. Así, DIAZ, E. y RUIZ indican que el RD-L *“está introduciendo conceptos muy al uso en la práctica en los mercados de valores y los instrumentos financieros derivados y, muy en particular, en la documentación ISDA (...). En este contexto, la distinción del RD-L entre acuerdo de garantías financieras y garantías financieras parece tomar nueva luz en el sentido de que el primer término parece referirse al contrato que formaliza la garantía y fija sus términos y condiciones (...), mientras que el segundo parece aludir a la entrega del bien objeto de la garantía pactada”*.

<sup>25</sup> ZUNZUNEGUI, F., *“Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real Decreto-ley 5/2005)”*. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Working Paper 2/2006. pp 3.

Comparte con los restantes derechos de garantía el principio de accesoriedad, con la especificidad de que la obligación garantizada ha de consistir, necesariamente, en una obligación financiera principal entendida como aquella que otorga un “*derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros*” (Art. 6.3 RD-L 5/2005).

El vínculo de las modalidades previstas en la norma “especial” es, exclusivamente, su finalidad, en términos de garantía del cumplimiento de las obligaciones adquiridas con ocasión de la realización de operaciones financieras. No estamos ante nuevas garantías, ya previamente tipificadas, sino ante el establecimiento de un régimen jurídico especial que protege o privilegia su eficacia.

El elemento identificativo de los ACC es la “indivisibilidad” de todas las operaciones financieras “cubiertas”, otorgando la facultad a los participantes, en el supuesto de vencimiento anticipado, de requerirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones, determinado conforme a lo establecido en dicho acuerdo. Su causa “*consiste en regular los créditos/deudas recíprocas que nacen de una relación y reconducirlos a una sola obligación que será el saldo neto que resulte de su liquidación*”<sup>26</sup>. A través de este mecanismo de compensación se evita en este ámbito la técnica “*cherry picking*”, “*exigiendo el saldo de las operaciones en que el insolvente tuviera ganancias y dejando que los saldos en contra siguieran la suerte de su clase en el concurso*”<sup>27</sup>.

A efectos del contenido de estos acuerdos “*netting*” se consideran operaciones financieras las siguientes (Art. 5 RD-L 5/2005):

- Los acuerdos de garantía financiera regulados en el propio RD-L 5/2005.
- Los préstamos de valores.
- Las transacciones financieras sobre instrumentos financieros relacionados en el art. 2, párrafos segundo a octavo de la Ley del Mercado de Valores<sup>28</sup>, “*incluidas las compraventas de divisa al contado, los instrumentos derivados sobre todo tipo de*

---

<sup>26</sup> PUY FERNÁNDEZ, G, Op. Cit. Pp. 50

<sup>27</sup> DÍAZ RUIZ, E, “Las garantías financieras: efectos en el mercado de la transposición a España de la Directiva 47/2002”, en *Garantías reales en escenarios de crisis: presente y prospectiva*, 2012, pp. 222

<sup>28</sup> En la redacción actual del TR de la ley del Mercado de Valores, su art. 2 se refiere genéricamente a “*los instrumentos financieros distintos de los valores negociables*”.

*materias primas, incluidos los metales preciosos, y los instrumentos derivados sobre los derechos de emisión”.*

- *“Las cesiones temporales o no, en garantía u otras operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio ACC que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo”.*

- Las “operaciones dobles” y con “pacto de recompra”

- *“Operaciones de contado sobre los valores negociables (...) admitidos a negociación (...)” en mercados oficiales<sup>29</sup>.*

Conjuntamente con los ACC, el art. 6 del RD-L 5/2005 regula, diferenciadamente, los denominados “acuerdos de garantía financiera”, que puede tener singularidad o, alternativamente, integrarse en un acuerdo marco de compensación. Siguiendo a CARRASCO<sup>30</sup>, en este supuesto *“las dos partes de la obligación financiera se constituyen a la vez como constituyentes y beneficiarios de garantías cruzadas cuyo saldo final se determina en virtud del acuerdo de compensación”.*

Desde el otorgamiento de la garantía hasta que se produzca el presupuesto de cancelación o ejecución los activos financieros concedidos en garantía quedarán bajo el control del acreedor o de un tercero designado como beneficiario. La norma contempla dos modalidades de “control” sobre el objeto de la garantía: cambio de titularidad o pignoración del respectivo bien o derecho.

La previsión de un derecho de disposición en el marco de una garantía financiera pignoraticia desdibuja los límites entre ambas figuras jurídicas. La intencionada distinción formal, explicitada en la disposición comunitaria y reproducida en su transposición a nuestro derecho interno, se difumina en el desarrollo regulatorio de ambas modalidades. Los requisitos relativos a la constitución son idénticos, pudiéndose acordar en el supuesto de garantía prendaria el derecho de disposición del acreedor (Art. 9. Apartados 2 y 4 RD-L 5/2005) o el derecho de sustitución (Art. 9. Apartados 1 y 4 RD-L

---

<sup>29</sup> Se trata de una operación añadida al ámbito de los acuerdos de compensación contractual por la Disposición Final (en adelante DF) Séptima de la Ley 7/2011.

<sup>30</sup> CARRASCO PERERA, A., Credit, claims, control y eficacia del acuerdo de compensación en *Garantías reales en escenarios de crisis: presente y prospectiva*. Marcial Pons. 2011. pp. 244.

5/2005)<sup>31</sup>, pudiendo quedar, por tanto, en términos de DIAZ, E<sup>32</sup> la delimitación entre ambas figuras jurídicas reducida a una “cuestión semántica”, configurando *“cualquiera de las modalidades de garantía financiera como una auténtica y prácticamente ilimitada sesión de propiedad”*.

La constitución de una garantía financiera con cambio de titularidad coloca a su beneficiario a todos los efectos en la condición de propietario del bien o derecho objeto de la garantía, pudiendo disponer de los mismos y figurando como su titular frente a terceros. La eficacia de estos acuerdos de transmisión de la plena propiedad con un propósito esencial de garantía – *fiducia cum creditore* - ha sido objeto de especial controversia doctrinal y jurisprudencial. Estamos ante un contrato causal (Art. 1274 CC) en el que la causa, pese haberse realizado una adquisición – enajenación de un bien o derecho, es el aseguramiento de la deuda objeto de la obligación financiera principal. La denominada “teoría del doble efecto” concibe el negocio fiduciario como un contrato mixto, en virtud del que frente a terceros opera como una auténtica transmisión de la titularidad, mientras que entre los partícipes del acuerdo su efectividad real es más limitada de forma que el beneficiario no puede pretender frente al garante, la transmisión definitiva del dominio, sino, exclusivamente, la satisfacción de su crédito.

Frente a esta tesis, el entendimiento dominante actual, concibe esta figura jurídica como un “negocio disimulado de garantía”<sup>33</sup>, dado que, en términos de la Sentencia del Tribunal Supremo (en adelante STS) Nº 1155/2002, de 4 de diciembre<sup>34</sup>, *“la causa fiduciae no es propiamente la enajenación llevada a cabo, sino el afianzamiento que se pretende del débito mediante una compraventa que convierte al fiduciario en sólo propietario formal dada su posición principal de acreedor (aparente comprador), en tanto que el fiduciante es el deudor obligado al préstamo que contrajo, actuando en el negocio como aparente vendedor, por lo que el fiduciario lo que ha de pretender es la devolución del préstamo garantizado , pero sin que acceda a su patrimonio de modo definitivo el derecho de propiedad, al no ser esa la finalidad del negocio concertad (...)”*. En definitiva, el

---

<sup>31</sup> GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., ‘‘Garantías financieras: las modificaciones introducidas en el Real Decreto Ley 5/2005’’. *Aranzadi. Civil – Mercantil*. 2011.

<sup>32</sup> DÍAZ RUIZ, E, op. cit. pp. 211.

<sup>33</sup> CARRASCO, A.F., 2008, pp.247.

<sup>34</sup> También STS Sala de los Civil 413/2001, de 26 de abril y STS Sala de lo Civil 814/2004, de 26 de julio.

beneficiario de una garantía fiduciaria, más allá de la apariencia jurídica, no se convierte en el titular “real” del bien o derecho, obligándose a su plena “retransmisión” una vez satisfechas las finalidades perseguidas por el otorgamiento de la garantía.

En este ámbito la norma efectúa una referencia particular a las operaciones conocidas como “dobles o simultáneas” y “con pacto de recompra – *repos* -”. Ambos contratos comparten su adscripción a las operaciones a plazos, caracterizadas por el desfase temporal entre la fecha de perfección del acuerdo y la prevista para su ejecución ya sea mediante ejecución o través de liquidación por diferencias. En este mercado, quien compra opera “al alza”, esperando que el precio de los activos suba respecto de valor actual, mientras quien vende lo hace “a la baja”, apostando por una reducción de las cotizaciones, limitando sus pérdidas.

La ejecución del contrato implicará el abono de los importes y la entrega de los títulos correspondientes. La práctica de mercado al respecto impone, con habitualidad, la liquidación por diferencias, dado que “*quien tiene que entregar valores siempre los puede obtener comprándolos y quien ha de adquirirlo, puede volverlos a vender con la consiguiente ganancia o pérdida*”<sup>35</sup>. La intervención del sistema de garantías en este mercado es, particularmente, efectivo cuando los participantes operan “en descubierto”, sin intención alguna de adquirir y/o transmitir valores<sup>36</sup>.

En una operación simultánea se contratan dos operaciones, al contado y/o a plazo, con diferente fecha de ejecución, una compraventa simple y otra de signo contrario, ambas referidas a valores homogéneos. Sin embargo, el sustrato económico de una operación “con pacto de recompra” es la de un préstamo con garantía, posiblemente, un eficaz instrumento de liquidez a corto plazo. El que transmite el activo puede beneficiarse de un coste financiero inferior frente a otras alternativas de financiación, mientras que el adquirente del mismo se puede aprovechar de la posesión de un título en su cartera de valores al margen de las fluctuaciones de los tipos de interés del mercado. Lógicamente, el precio satisfecho por los valores es inferior a su valor de mercado en la fecha en que se

---

<sup>35</sup> ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*. Marcial Pons. 2005. pp. 1199.

<sup>36</sup> PUY FERNÁNDEZ, G, Op. Cit. pp. 56.

formaliza la operación. El vendedor, pese a la enajenación del activo sigue asumiendo el riesgo y la ventaja de la evolución de su precio en el mercado<sup>37</sup>.

Estas oscilaciones son las que motivan el acuerdo de constitución de garantías complementarias bajo el control del beneficiario, previstas en el ámbito de este régimen especial, con carácter general, en el art. 10 del RD-L 5/2005, de forma que, si su valor se incrementa, el garante puede solicitar la devolución del exceso, mientras que si se reduce deberá de aportar garantías adicionales, siendo habitual admitir un margen entre obligación y valor de la garantía. Consiste en un supuesto concreto de “margin call” muy habitual en el mercado de garantías financieras. Se trata de un mero restablecimiento del equilibrio ante la divergencia sobrevenida de los respectivos valores, inherente al fundamento de la garantía constituida en el perfeccionamiento del contrato.

El acuerdo de “garantía pignoraticia” es definido por la norma como aquel en “*el que el garante presta una garantía financiera en forma de título pignoraticio a un beneficiario o a su favor, conservando la propiedad del bien o derecho de crédito objeto de garantía*”, (Art. 6.3 RD-L 5/2005)<sup>38</sup> pudiendo preverse, el derecho de “sustitución” “*contra la simultánea aportación de un objeto que tenga el mismo valor para que sustituya al inicial*” o el derecho “disposición” adquiriendo “*la obligación de aportar un objeto equivalente para que sustituya al inicial*” (Art. 9, Apartados 1 y 2 RD-L 5/2005). La disposición comunitaria defiende la previsión de los acuerdos de garantía financiera prendaria, dado que “*aumentará la liquidez de los mercados financieros gracias a la reutilización de valores pignorados*” (Considerando 19, Directiva 2002/47/CE).

#### **4.3. Delimitación subjetiva del régimen especial.**

Son participantes necesarios en estos contratos el garante, como otorgante de la garantía, y el beneficiario que puede ser el propio acreedor del crédito o bien un tercero por él designado. La referencia genérica de la disposición española a sujetos intervinientes ha

---

<sup>37</sup> En este ámbito son muy frecuentes las operaciones de “lavado de cupón dividendo. Ofrecen la ventaja fiscal de eludir la retención sede del inversor residente.

<sup>38</sup>PUY, G, op. cit., pp. 66 “*que las diferencias entre el régimen general de la prenda y el especial de las llamadas garantías financieras*” recogido en el RD-L 5/2005 son muy importantes y afectan tanto a las formalidades de constitución, como a los derechos de sustitución y disposición, y al procedimiento de ejecución de la garantía”.

sido criticada por la doctrina por su generalidad en contraposición a la concreción de la disposición comunitaria que se refiere, explícita y exclusivamente, al garante y al beneficiario (Art. 1.2 RD-L 5/2005). Esta cuestión es, particularmente, relevante pues en el ámbito de los “*acuerdos de compensación contractual financieros y de garantías financieras*” el art. 4.2 del RD-L 5/2005 autoriza la aplicación del régimen aun cuando, únicamente, uno de los partícipes este comprendido en una de las categorías mencionadas al respecto<sup>39</sup>.

La introducción de un requerimiento subjetivo para alcanzar los beneficios del régimen plantea, igualmente, una cuestión referida a su adecuación al principio constitucional de igualdad en cuanto otorga a las entidades financieras, en su condición habitual de acreedoras, un régimen privilegiado de protección en situaciones de insolvencia frente a los acreedores comunes. No debe olvidarse que una situación concursal “envuelve” a todos ellos en un procedimiento colectivo que trata de preservar el valor futuro de la entidad ahora insolvente y la mejor realización de los derechos de crédito afectados. La construcción de un “*safe harbour*” para las entidades financieras se superpone sobre el omnipresente “*trade – off*” entre la eficiencia *ex ante*, garantizando la satisfacción de las créditos, y *ex post*, maximizando la capacidad de viabilidad futura de la empresa, tensión inherente a cualquier procedimiento concursal<sup>40</sup>.

El Tribunal Constitucional (en adelante TC) ha reiterado que la Constitución Española (en adelante CE), únicamente, admite las diferentes de trato cuando concurre una “*justificación objetiva y razonable*”. Tal discriminación se ampara en “*la importancia que reviste el buen funcionamiento de las entidades de crédito para el conjunto de la economía, dada su posición central en los mecanismos de pago. En términos generales, (las normas jurídicas) someten a estas entidades a una estrecha regulación y supervisión administrativa, mucho más intensas que las que soportan la mayor parte de los restantes sectores económicos, y cuyo diseño esencial consiste en asegurar la confianza en ellas, lo que es sin duda un factor imprescindible para la buena marcha de la economía*”<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> PUY, G, op. cit, pp. 68.

<sup>40</sup> SÁEZ LACAVE, M.I.: “Los derivados en el concurso. La racionalidad del régimen especial y las peculiaridades españolas”. *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, 2014. pp. 4-5.

<sup>41</sup> STC núm 14/92 de 10 de febrero. El pronunciamiento del TC se basaba en el tratamiento privilegiado que el art. 1435, párrafo 2º de la derogada Ley de Enjuiciamiento Civil dispensaba a las entidades de crédito (Decreto de 3 de febrero de 1881).

Se ha controvertido, igualmente, respecto de si la cualidad subjetiva ha de concurrir, necesariamente, en el momento inicial de celebración del contrato, o, por el contrario, puede sobrevenir en cualquier momento ulterior en el desenvolvimiento del acuerdo financiero. Encontramos en este aspecto posiciones que defienden la necesaria presencia original de un sujeto cualificado en el momento de la celebración del acuerdo<sup>42</sup>, mientras otras, en sentido contrario, consideran que el *“cumplimiento sobrevenido de las condiciones del régimen especial no impide que la garantía goce del régimen especial, en las mismas condiciones que las que se constituyeron en su origen de acuerdo con los principios del RD-L”*<sup>43</sup>.

La delimitación subjetiva se construye a partir de la enumeración de los sujetos que, como participantes, han de concurrir necesariamente en la perfección del acuerdo (Art. 4.1 RD-L 5/2005). Además de los supuestos referenciados de instituciones y entidades financieras, interesa, particularmente, el análisis de dos sujetos “habilitados” al respecto.

En primer término, las personas jurídicas “no financieras”, siempre que en el acuerdo intervenga alguna de las entidades de naturaleza jurídica financiera<sup>44</sup>. La disposición comunitaria permite aplicar la *“out – put clause”* para entidades no financieras, habilitación que no ha sido utilizada por legislador español al integrarlas en el alcance subjetivo del régimen. No puede ignorarse que con esta “ampliación” se refuerza la protección especial de las entidades de crédito respecto de los restantes acreedores sujetos al derecho común, hasta el extremo de poder entenderse que en sustancia el régimen especial dibujado por el RD-L 5/2005 es un sistema de protección privilegiado de las entidades financieras ante la eventual insolvencia de los deudores comunes en detrimento de los acreedores comunes<sup>45</sup>. Por otra parte, las personas físicas, siempre que se trate de ACC, o cuando en el marco de un “acuerdo de garantía financiera” se celebre por alguna de las entidades gestoras de los sistemas de compensación y liquidación de valores y otros instrumentos financieros derivados. En primer término, ha de advertirse que estamos ante una extensión del alcance subjetivo del régimen no previsto en la disposición comunitaria

---

<sup>42</sup> PUY, G, op. cit, pp. 77.

<sup>43</sup> LYZCKOWSKA, K., Op. cit. pp. 214.

<sup>44</sup> Sujetos mencionados en el art. 4.1 letras a) a d) (ambas incluidas) RD-L 5/2005

<sup>45</sup> ZUNZUNEGUI, F, (2006), op. cit. pp.5.



(Directiva 2002/47/CE, art. 1.2). Por otra parte, la admitida participación de las personas físicas en los acuerdos de garantía financiera, siempre que la contraparte sean las mencionadas entidades gestoras, resulta inherente a la exigida firmeza de las operaciones realizadas a través de estos sistemas<sup>46</sup>. Más conflictivo resulta el otro supuesto de “atracción” de las personas físicas al ámbito del régimen especial. Un ACC, que puede cobijar un acuerdo de garantía financiera, constituye una “puerta” de acceso general y sin restricciones a las personas físicas y con ello la extensión, una vez más, de la “protección” de las entidades e instituciones financieras, posiblemente, “en nombre” de la elusión del riesgo sistémico que representan. EL BCE se ha mostrado, claramente, favorable a la extensión subjetiva del régimen, considerando que una discriminación entre sujetos podría facilitar la expulsión del acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas<sup>47</sup>.

#### **4.4. El objeto de las garantías financieras.**

Señala ZUNZUNEGUI<sup>48</sup> que “*el objeto natural de las garantías financieras son los activos financieros anotados en cuenta, (...)*”. Sin embargo, la delimitación efectuada al respecto por la norma española es sustancialmente más amplia. Concretamente, en el marco de definición cerrada del objeto de la garantía financiera, se establecen tres diferentes categorías (Art. 7 RD-L 5/2005):

A) “*Efectivo, entendiendo por tal el dinero abonado en cuenta en cualquier divisa*”. Quedan excluidos del objeto, por tanto, las monedas y billetes de curso legal de acuerdo con la prohibición contenida en la disposición comunitaria (Considerando 18, Directiva 2002/47/CE). En consecuencia, el punto de conexión necesario a efectos de la identificación de este primer supuesto de objeto de garantía financiera es el efectivo

---

<sup>46</sup> IGLESIAS ESCUDERO, S., “Las garantías financieras y los acuerdos de compensación contractual: una propuesta de reforma en materia concursal”. CEF. Legal. *Revista práctica de derecho*. Número 154. 2013. pp. 104.

<sup>47</sup> Opinion of the European Central Bank of 4 August 2004 at the request of the Belgian Ministry of Finance on a draft law on financial collateral and various tax provisions in relation to in rem collateral arrangements and loans for financial instruments (CON/2004/27). Por otra parte, no puede despreciarse el interés de las entidades de crédito. En términos de SAÉZ., M.I. (2013, pp. 9) “*el otro vector que lo explica tiene que ver con las prácticas de la banca comercial española, que ha sido proclive a distribuir productos diseñados para operadores especializados entre contratantes del sector minorista*”.

<sup>48</sup> ZUNZUNEGUI, F., “Del netting a las garantías financieras”. THEMIS. *Revista de Derecho*. Número 54. 2007. pp. 78.

abonado en cuenta, sin que se defina lo que debe entenderse por este término en los que, lógicamente, debe entenderse comprendidos las cuentas bancarias a la vista o los depósitos a plazo fijo. Por el contrario, el RD-L no incorpora “*el derecho similar a la devolución de dinero, como las cuentas de depósito del mercado de dinero*”, expresamente incluidos en la norma comunitaria (Art. 2.1 d) Directiva 2002/47/CE).

Desde otra perspectiva, un sector doctrinal ha sido, particularmente, crítico con la inclusión del “efectivo” como posible objeto de las garantías financieras. Entienden que se trata de una confusión, igualmente apreciable en la Directiva, en la traslación del termino *cash settlement*, de utilización habitual en el documento estándar formulado por ISDA, cuya interpretación adecuada debería haber sido “pago en efectivo”, concepto construido para las liquidaciones por diferencias, sin entrega de los instrumentos financieros derivados<sup>49</sup>. Indica DIAZ<sup>50</sup> que la adecuada redacción del termino debería haberse referirse a las “*obligaciones que dan derecho a una liquidación por diferencias en efectivo y/o mediante la entrega de instrumentos financieros*”.

B) Valores negociables y otros instrumentos financieros. Para la delimitación de esta segunda categoría la norma se sirve una remisión a la normativa legal de mercado de valores<sup>51</sup>. Esta remisión genérica contrasta con la autónoma y más concreta delimitación efectuada por la norma comunitaria (Art. 2.1 e) Directiva 2002/47/CE). La fórmula de incorporación a este respecto empleada por el legislador español abre el debate de la posible consideración de los valores no cotizados como objeto de una garantía financiera. Sin perjuicio de las dificultades “operativas” que estos instrumentos podrían plantear en su instrumentación al servicio del aseguramiento en el mercado financiero, la norma referida comprende los “valores negociables” ya sean o no admitidos a negociación en mercado regulado<sup>52</sup>.

---

<sup>49</sup> PUY, G, op. cit, pp. 63.

<sup>50</sup> DÍAZ RUIZ, E, op. cit. pp. 215.

<sup>51</sup> Concretamente al art. 2 de la Ley 24/1998, del mercado de valores. Dada la derogación de esta disposición dicha remisión debe entenderse efectuada al Anexo del TR de Ley del Mercado de Valores, conforme a lo dispuesto en el art. 2.1 “Instrumentos financieros sujetos a esta ley

<sup>52</sup> El BCE admite la constitución de garantías financieras sobre los valores no negociables (“*non marketable assets*”).

En contradicción, otro sector doctrinal representado por CARRASCO<sup>53</sup> y LYCZKOWSKA<sup>54</sup> entienden que debe mantenerse una interpretación, exclusivamente, limitada a los instrumentos financieros negociables. En primer término, porque independientemente del mayor alcance aparente de la norma de transposición española, dicho “objeto” de la garantía financiera debe entenderse en el alcance otorgado por la disposición comunitaria. Segundo, dado que la liquidez del activo y la atribución de un valor objetivo constituyen requerimientos para que una garantía financiera opere sin perjuicio de los derechos del garante. No debe olvidarse, a estos efectos, que la norma ordena que “*las valoraciones y cálculos necesario se habrán de ajustar al valor actual de mercado de los valores negociables aportados como garantías*” (Art. 13, párrafo 2º RD-L 5/2005)

Debe destacarse, finalmente, que la disposición española no ha hecho uso de la “*out – put clause*”, prevista en la norma comunitaria, que permitía excluir de esta segunda categoría a las acciones propias del garante y las “*acciones del garante en empresas cuyo único fin sea poseer medios de producción esenciales para la actividad del garante o poseer bienes raíces*” (art. 1.4 b) Directiva 2002/47/CE).

C) Los derechos de crédito, definidos en la propia norma como “*los derechos pecuniarios derivados de una acuerdo en virtud del cual una entidad de crédito otorga un crédito en forma de contrato de préstamo o crédito*”<sup>55</sup>. La delimitación de este supuesto se complementa, negativamente, excluyendo, aquellos casos en los que “*el deudor sea un consumidor*”<sup>56</sup>, *una pequeña empresa o una microempresa, tal y como se definen en la*

---

<sup>53</sup> CARRASCO PERERA, A., “Financial Collateral Law and Practice in Spanish Court”. *Journal of International Banking Law and Regulation*. Vol. 27 – 10. 2012. pp. 234.

<sup>54</sup> LYCZKOWSKA, K., Op. cit. pp. 65-67.

<sup>55</sup> Se trata de una categoría no incorporada, inicialmente, a la configuración de este régimen especial regulado por el RD-L 5/2005. Su introducción en esta norma tuvo lugar a través de la modificación operada por el art. 2.6 de la Ley 7/2011. Como fundamento se trata de un tercer supuesto añadido al Art. 1.4 a) de la Directiva 2002/47/CE por la modificación operada a través de la mencionada Directiva 2009/44/CE. Igualmente, se incorpora una conceptualización de “derechos de crédito” mediante la adición de una letra “o” a la relación de definiciones del art. 2.1 de la mencionada norma comunitaria.

<sup>56</sup> El art. 2 de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, define como consumidor “la persona física que, en las relaciones contractuales reguladas por esta Ley, actúa con fines que están al margen de su actividad comercial o profesional”

*norma vigente, salvo en el caso de que el beneficiario*” sea un banco central o instituciones financieras internacionales mencionadas en el art. 1. 2 b) del RD-L 5/2015.

#### **4.5. Formalidades**

A pesar del título del precepto utilizado por la disposición comunitaria “*Requisitos formales*” (Directiva 2002/47/CE, art. 3) y por el equivalente de la norma de transposición española, “*Formalidades*” (art. 8 RD-L 5/2005<sup>57</sup>), se ha señalado que el contenido regulatorio al respecto está más próximo al establecimiento de reglas de la constitución de la garantía, que a la introducción de requerimientos administrativos, por otra parte, gobernados por la ausencia de formalismos<sup>58</sup>.

La disposición comunitaria entiende que la simplificación administrativa en la operativa de las garantías financieras como una condición necesaria para el adecuado funcionamiento de unión económica y monetaria. Por otra parte, únicamente deben de ser objeto de la protección del régimen especial aquellos acuerdos que puedan acreditarse debidamente. Se trata, por tanto, de “*un equilibrio entre la eficiencia del mercado y la seguridad de las partes en el acuerdo y de los terceros, para evitar el riesgo de fraude*” (Considerando 10 y 11, Directiva 2002/47/CE,).

En coherencia, se prohíbe la supeditación de la eficacia de los acuerdos de garantía financiera a la realización previa de un acto formal, como “*el registro en un organismo oficial o público, o la inscripción en un registro público, la publicidad en un periódico o revista, en un registro o publicación oficiales o en cualquier otra forma, la notificación a un funcionario público (...)*”, al tiempo que se exige que la aportación de la garantía financiera se acredite “*por escrito*” y el acuerdo de garantía financiera se acredite “*por escrito o forma legalmente equivalente*” (Considerando 10 y art. 3 Directiva 2002/47/CE).

---

<sup>57</sup> Modificado por la Ley 11/2015.

<sup>58</sup> LYZCKOWSKA, K., Op. cit. pp. 92.

El esquema de formalidades desarrollado por la norma española ha derivado en lo que algunos autores han denominado el requerimiento del “doble escrito”<sup>59</sup>, al exigir la constancia, diferenciadamente, para el acuerdo de garantía financiera y para la aportación de la garantía, lo que tendría relevancia práctica en el supuesto de separación temporal entre ambos actos. En cualquier caso, más allá de la incorrecta transposición de la norma comunitaria, se autoriza a que, en ambos supuestos, el escrito pueda sustituirse de forma jurídicamente equivalente por “*el registro o anotación por medios electrónicos*” (Art. 8, apartados 1, 2 y 3 RD-L 5/2005).

No obstante, la cuestión relevante para dotar de eficacia a un acuerdo de garantía financiera que el objeto de la misma “*haya sido entregado, transmitido, registrado, acreditado de cualquier otro modo de forma que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre*” (Art. 8.2 a RD-L 5)). La norma española consciente de la trascendencia del régimen especial ordenó que IBERCLEAR<sup>60</sup> efectuase, en el plazo máximo de dos meses desde su vigencia, “*las adaptaciones necesarias de los procedimientos operativos relativos al régimen de acuerdos de compensación contractual y garantías financieras*” (DA 5 RD-L 5/2005).

Este mandato se cumplió con la Circular nº 2/2005, con alcance a todas aquellas garantías cuya constitución tenga por objeto valores incorporados a su sistema de registro. La constitución de garantías con transmisión de la propiedad “*conllevará la inscripción en el registro contable de las transferencias necesarias para que los valores objeto de la garantía queden anotados bajo la titularidad que corresponda*”. En el caso de garantías pignoraticias, se procederá a su inscripción a “*solicitud de la entidad participante*”, expidiendo un “*certificado acreditativo*” al respecto, que quedará a su disposición y que deberá entregar al beneficiario (Circular nº 2/2005, Noma 2º y 3ª).

---

<sup>59</sup> CARRASCO PERERA, M., CORDERO LOBATO, E. y MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los derechos de garantía*. Vol. II. Aranzadi. 2015. pp. 641.

<sup>60</sup> La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal. Filial de BME (Bolsas y Mercados Españoles), “*es la entidad encargada de la llevanza del registro contable de valores negociables representados por anotaciones en cuenta, (...) y tramita las transferencias de valores y efectivo mediante la ejecución de las transferencias de valores y el envío al agente de liquidación de efectivos de las órdenes de pago derivadas de las operaciones realizadas sobre dichos valores*” (<https://www.iberclear.es/esp/>)

## V. LAS GARANTÍAS FINANCIERAS Y LOS ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN.

### 5.1. Los acuerdos de refinanciación. Concepto y tipología.

La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal en el momento de su entrada en vigor no contenía regulación alguna acerca de los acuerdos de refinanciación en tanto que no fueron introducidos en nuestro Ordenamiento hasta la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica. Con fecha posterior a dicha disposición estos acuerdos han estado sometidos a continuas reformas entre las que resalta la introducida por el Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo<sup>61</sup>.

No resulta casual que la introducción de los mismos se plantease durante la pasada crisis económica en tanto que se percibía que debía ponderarse, en los contextos de dificultades financieras de las entidades, la creación de herramientas alternativas al concurso para solventar la acuciante solvencia de la empresa, en tanto que el primero resulta muy dañino no solo en términos meramente económicos sino también a efectos de imagen<sup>62</sup>.

En cuanto a lo que entendemos por acuerdos de refinanciación RODRÍGUEZ DE QUIÑONES los define como: “*Cualquier acuerdo por el que un deudor conviene con sus acreedores la reestructuración de su deuda, frecuentemente persiguiendo nuevas ventajas financieras que mejoren la capacidad crediticia y patrimonial de aquél, y casi siempre la modificación o sustitución de sus obligaciones*”<sup>63</sup>.

Por tanto, estos instrumentos tienen la finalidad de solventar la complicada situación financiera que puedan estar atravesando las entidades, evitando que estas se tengan que ver abocadas a un procedimiento concursal, en los cuales las posibilidades de obtener una

---

<sup>61</sup> Vid. Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. (BOE 9 de marzo de 2014).

<sup>62</sup> ESTEBAN RAMOS, “Los acuerdos de refinanciación como alternativa al concurso”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal*, n. 22, 2015, pp. 422-424.

<sup>63</sup> RODRÍGUEZ DE QUIÑONES, A, “Tipología de los acuerdos de refinanciación”. En: *Acuerdos de refinanciación, convenios y reestructuración. Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley Concursal*. Díaz Moreno, A. y León Sanz, F.J. (direc). Ed: Aranzadi, Pamplona, 2015, p. 60.

salida alternativa a la liquidación son muy reducidas<sup>64</sup>. Con este fin, se les provee de diversos instrumentos para aliviar su gravosa situación económica a través de quitas, condonaciones, esperas, aplazamientos, etc.

Es necesario recalcar, como indica AZOFRA VEGAS<sup>65</sup>, que la viabilidad empresarial es la base de los acuerdos de refinanciación y la finalidad que a todos ellos debe exigirse.

Con respecto a la tipología de los AR tenemos:

- a) En primer lugar, los AR Colectivos. Para su consecución se requiere que su acuerdo contenga una ampliación del crédito disponible o la modificación o extinción de las obligaciones del deudor, que haya sido suscrito por acreedores que representen al menos tres quintas partes del pasivo, que el acuerdo esté sustentado en un plan de viabilidad económica, y, por último, que haya sido formalizado en instrumento público<sup>66</sup>.
- b) En caso de que el deudor haya llegado a acuerdos con uno o varios acreedores sin llegar a la mayoría necesaria para los AR colectivos estaremos ante los AR singulares. Entre los requisitos que deben cumplir: que el acuerdo responda a un plan de viabilidad, que el activo corriente sea igual o superior al pasivo corriente, que la proporción del activo sobre el pasivo sea incrementada, etc.<sup>67</sup>
- c) Por último, los AR Colectivos podrán ser homologados judicialmente (Art. 605 TRLC) siempre que obtengan el apoyo del 51% del pasivo financiero, entre otros requisitos (véase Art. 606 RTLC). Entre los efectos de la homologación de los AR, además de no poder ser susceptibles de acciones de rescisión, está la posibilidad de la extensión de sus contenidos a los titulares de los pasivos financieros disidentes (Arts. 623 y ss. TRLC).

---

<sup>64</sup> EIRAS RODRÍGUEZ, A, ``El 95% de las empresas españolas que entran en concurso acaban en liquidación'', *PWC*, 21 de marzo de 2014.

<sup>65</sup> AZOFRA VEGAS, F, ``Los Acuerdos de Refinanciación'', Sebastián Quetglas, R (Coord.), *Fundamentos de Derecho Empresarial*, Civitas, Madrid, 2020. p. 138.

<sup>66</sup> Vid. Art. 598 TRLC.

<sup>67</sup> Vid. Art. 604 TRLC.

## **5.2. Los efectos de los acuerdos de refinanciación sobre los acreedores con garantías reales.**

Antes de proceder al análisis de la posición de las garantías financieras en los acuerdos de refinanciación es preciso exponer cuales son los efectos que estos tienen sobre los acreedores con garantías reales. En este sentido, resultaron relevantes las reformas llevadas a cabo tanto por el Real Decreto-Ley 4/2014<sup>68</sup>, de 7 de marzo, como por el Real Decreto-Ley 11/2014<sup>69</sup>, de 5 de septiembre, en tanto que supusieron una modificación drástica de la situación de los acreedores con garantías reales en el marco de los acuerdos de refinanciación<sup>70</sup>. Los principales efectos que se derivaron de los mismos son:

En primer lugar, que no podrán iniciar las ejecuciones de sus garantías y se suspenderán aquellas ya iniciadas en el momento de la comunicación de la apertura de negociaciones en caso de que las garantías recaigan sobre bienes considerados necesarios para el desarrollo de la actividad empresarial (Art. 591 TRLC).

La extensión de los efectos de los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente constituye el segundo gran impacto en los acreedores con garantías reales, en este caso sobre aquellos titulares de pasivos financieros. Esto adquiere trascendencia dado que con carácter previo a las reformas antes mencionadas no era posible extender el contenido de los mismos a los acreedores disidentes y que contasen con garantías reales.

A efectos de la extensión del contenido de esos acuerdos o de su *``arrastre``* los requisitos para que este se produzca varían en función de si se van a extender los efectos sobre la parte de los créditos garantizados que exceda el valor de la garantía real (Art. 623 TRLC) o sobre la parte de los créditos que no excede del valor de dicha garantía (Art. 626 TRLC):

- a) Para la parte de sus créditos que exceda del valor de las garantías se requerirán unas mayorías del 60% de los pasivos financieros, con objeto de la extensión de las esperas por un plazo no superior a 5 años (Art. 623.1º TRLC) mientras que se

---

<sup>68</sup> Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. (BOE 9 de marzo de 2014).

<sup>69</sup> Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal. (BOE 6 de septiembre de 2014).

<sup>70</sup> CARRASCO PERERA, A, *``Ejecución de garantías reales, impugnación de refinanciaciones y valor de la garantía en la Reforma Concursal del Real Decreto Ley 4/2014, Anuario de derecho concursal, n° 32, 2014.*



requiere una mayoría superior del 75% para la extensión de quitas, plazos de espera superiores a 5 años, etc. (véase Art. 623.2º TRLC).

- b) El “arrastre” de la parte de los créditos que no exceda del valor de las garantías requerirá de unas mayorías más reforzadas. Del 65% para los plazos de espera no superiores a 5 años (Art. 626.1. número 1º TRLC) y de un 75% para el resto de las medidas (Art. 626.1. número 2º TRLC). Ha de advertirse que en este el caso el cómputo se realizará atendiendo a la proporción del valor de las garantías de los acreedores adheridos con respecto al valor de las garantías de todos los acreedores financieros<sup>71</sup>.

Ha de recalcarse que para poder extender los AR homologados a los acreedores no adheridos se exige que no supongan en ningún caso un “sacrificio desproporcionado”<sup>72</sup>. La determinación de su significado es esencial en tanto que, además de la consecución de las mayorías, es el único motivo que tienen los acreedores disidentes para impugnar dicha homologación.

A efectos de dilucidar qué se entiende por desproporcionado tenemos que remitirnos a las Recomendación de la Comisión de la UE de 12 de marzo de 2014<sup>73</sup> que afirma “ *el plan de reestructuración no limita los derechos de los acreedores discrepantes más de los que cabría razonablemente esperar en ausencia de reestructuración, en caso de que el deudor haya liquidado o vendido el negocio como empresa en funcionamiento, según el caso*”.

Es decir, el AR en su extensión coactiva no puede llevar en ningún caso a que el acreedor reciba en el mismo una cuota inferior a la que obtendría el supuesto de liquidación tal como expone el TRLC en su artículo 619.3. En tanto que este supuesto no es exhaustivo también se puede considerar que estamos ante un sacrificio desproporcionado en caso de

---

<sup>71</sup> CARRASCO PERERA, A, “Ejecución de garantías reales, impugnación de refinanciaciones y valor de la garantía en la Reforma Concursal del Real Decreto Ley 4/2014, *Anuario de derecho concursal*, nº 32, 2014.

<sup>72</sup> CARRASCO PERERA, A, “El “valor de la garantía real” y el “sacrificio desproporcionado” en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014”, *Gómez-Acebo & Pombo*, marzo de 2014.

<sup>73</sup> Apartado 22, letra c) RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN de 12 de marzo de 2014 sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial. (2014/135/UE).

que exista un trato desproporcionado o que las medidas contenidas en los AR no sean realistas con la situación<sup>74</sup>.

### **5.3. La protección de las garantías financieras frente a los acuerdos de refinanciación.**

Como hemos podido observar, la regulación concursal de los acuerdos de refinanciación es con carácter posterior a la entrada en vigor del RD-L 5/2005. Ello ha conllevado a que se cuestione acerca del potencial ``arrastre`` de los pasivos financieros con garantías financieras o incluso sobre la pérdida del privilegio de la tutela ejecutiva en el marco de estos acuerdos en tanto que en la redacción del propio Real Decreto no se hacía referencia a estos institutos preconcursales<sup>75</sup>.

De esas reformas posteriores destaca, en primer lugar, la promulgación del RD-L 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración, posteriormente reemplazado por la Ley 17/2014, de 30 de septiembre. Las novedades incluidas en la misma, así como la redacción de su articulado dieron lugar a series dudas sobre el tratamiento de las garantías financieras.

Esto es debido a la inclusión que hizo dicha Ley en la Disposición Adicional 4ª.2 a) de la LC en relación al valor razonable de los bienes objeto de garantía afirmando que *“En caso de valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o en instrumentos del mercado monetario, el precio medio ponderado al que hubieran sido negociados (...)”*<sup>76</sup>.

Esto conllevó a que la inaplicabilidad de estos acuerdos de refinanciación sobre las garantías financieras fuese puesta cuestión al ser estos valores los bienes objeto de la mismas. Esta cuestión fue solventada, en mayor o en menor medida, por el Real Decreto-Ley 11/2014 al establecer en su D.A. 1ª que, a los efectos del RD-L 5/2005, *“(...) las actuaciones que se deriven de la aplicación del artículo 5 bis y de la disposición adicional*

---

<sup>74</sup> AZOFRA VEGAS, F, op. cit. ``Los Acuerdos de Refinanciación...

<sup>75</sup> LOPERA RODRÍGUEZ, MARIO, ``Marco legal vigente tras las reformas de 2014 y 2015. Una visión práctica sobre la refinanciación, el convenio, la liquidación y la ejecución de garantías reales``, Marimón Abogados, 3º edición, 2016.

<sup>76</sup> Cfr. D.A. 4º. 2.a) Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, tendrán la consideración de medidas de saneamiento. Serán de aplicación a estas actuaciones los **mismos efectos que establece para la apertura de concurso el capítulo II del título I de dicho Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo**”.

A este respecto, debemos recordar que el artículo 14.1 del RD-L 5/2005 reza que “**Las medidas de saneamiento y liquidación podrán consistir en la apertura de un procedimiento concursal o de un procedimiento de liquidación administrativa**”. Esto permite subsumir con cierta claridad las actuaciones derivadas de los acuerdos de refinanciación en los “*procedimientos concursales o de liquidación administrativa*” a los que se refiere el artículo 15.4 del RD-L 5/2005 cuando dispone que la ejecución de las garantías financieras no podrá verse limitada o restringida por los mismos<sup>77</sup>.

Así, esa facultad o privilegio de ejecución separada de los acreedores con garantías financieras no se limita exclusivamente a la apertura del concurso, sino que también será de aplicación para las medidas de saneamiento. Esto implica que a estos acreedores en ningún caso les será de aplicación las prohibiciones de iniciación de ejecuciones ni de suspensión de las ya iniciadas previstas en los artículos 588 y ss. TRLC por la mera comunicación del deudor del inicio de las negociaciones. Siendo esta conclusión unánimemente aceptada por la doctrina<sup>78</sup>.

Cuestión mucho más controvertida es acerca de la posibilidad de “*arrastre*” o de extensión de los efectos de los acuerdos de refinanciación a las propias garantías financieras<sup>79</sup>.

En primer lugar, existe consenso sobre el hecho de que los acreedores con garantías financieras se tengan en cuenta a la hora del cálculo de las mayorías necesarias para la aprobación de los AR o para el mismo arrastre de los pasivos financieros en tanto que no se contiene nada en el texto de la ley que infiera lo contrario<sup>80</sup>. Sin embargo, es

---

<sup>77</sup> PEREZ-LLORCA, “*Las garantías financieras y la homologación judicial. Conclusiones de los jueces de lo Mercantil de Madrid*”, 2015.

<sup>78</sup> CARRASCO PERERA, A., “¿Están las garantías financieras sujetas a los efectos de los acuerdos preconcursales de refinanciación homologados? ”, *Diario de la Ley*, nº 8837, 2016.

<sup>79</sup> SANJUÁN, E. “*El proceso de homologación de los acuerdos de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial previos al concurso de acreedores*”. Tesis Doctoral. UNED, 2015.

<sup>80</sup> NIETO, C. y VILLENA, C. “Garantías financieras y homologación de acuerdos de refinanciación”, *Diario La Ley*, nº 8471, 2015.

precisamente en la posibilidad de la extensión coactiva del contenido de los AR a los titulares de las garantías financieras donde surge el conflicto.

Ejemplo de esta controversia fue el auto del Juzgado de los Mercantil nº 7 de Madrid, de 12 de febrero de 2015<sup>81</sup>, que versaba sobre la homologación judicial del acuerdo de refinanciación de la entidad Sacyr Vallehermoso Participaciones Mobiliarias, S.L.U. En dicho auto se extendió los efectos del AR a los acreedores titulares de las garantías financieras afirmando que:

*“La protección que le confiere el artículo 15.4 del Real Decreto-Ley 5/2005, debe venir **exclusivamente referida** al privilegio de tutela ejecutiva instaurado por dicho precepto, siendo posible la afectación del crédito garantizado en los mismos términos que el de cualquier otro acreedor con garantía real (...) Lo que acontece en el presente caso en el que el acuerdo de refinanciación comporta una afectación del crédito al prorrogar su vencimiento que **debe imponerse** a los acreedores financieros disidentes”.*

En línea con la decisión del Juzgado se encuentran NIETO DELGADO y VILLENA CORTÉS<sup>82</sup>. Ambos magistrados sostienen que los titulares de las garantías financieras están inmunizados y protegidos tanto dentro como fuera del concurso y que no pueden serles de aplicación lo pactado en los acuerdos cuando dichos titulares tengan la condición de disidentes sobre los mismos. Sin embargo, afirman que *“Debe matizarse que esa protección exclusivamente vendrá referida al **privilegio de tutela ejecutiva instaurado por el artículo 15.4 del Real Decreto-Ley 5/2005, siendo posible la afectación del crédito garantizado en los mismos términos que el de cualquier otro acreedor con garantía real**”.*

A su entender, la protección conferida en ningún caso puede dar lugar a un *“privilegio de autoexclusión”*<sup>83</sup> que impida que sobre estas garantías puedan serles de aplicación los aplazamientos de pago, quitas u otras herramientas contenidas en el AR homologado judicialmente.

---

<sup>81</sup> Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 7 de Madrid, núm. 49/2015, de 12 de febrero.

<sup>82</sup> NIETO, C. y VILLENA, C, op. cit.

<sup>83</sup> Id.

A este respecto, la inmunidad o protección quedaría circunscrita a un *“privilegio de tutela ejecutiva”* pudiendo proceder a la ejecución de las garantías sin que les sea de aplicación lo previsto en los artículos 588 y ss. TRLC ya mencionados anteriormente.

Esta opinión también es compartida por otros autores como LORRIO<sup>84</sup> y AZOFRA VEGAS<sup>85</sup> sosteniendo este último que no debe entenderse la protección de los titulares de las garantías financieras como una plena inmunidad respecto a los a los efectos extensivos de los AR homologados judicialmente.

En un sentido totalmente contrario se manifiesta CARRASCO<sup>86</sup> argumentando incluso que la consideración de la inmunidad o protección de las garantías financieras como un mero *“privilegio de tutela ejecutiva”* desvirtúa completamente el tratamiento y protección otorgada por el RD-L 5/2005 sobre las mismas. Así, afirma que: *“(…) no tiene sentido establecer o garantizar un puerto seguro frente a la paralización de las ejecuciones si después el convenio/acuerdo pudiera ser opuesto al titular de la garantía contra su voluntad, (…) Si estos créditos pueden ser afectados por el acuerdo/convenio, no habría otra propuesta lógica que suprimir el privilegio de ejecución incondicional y separada (…)”*. El que el contenido de los créditos con garantías financieras pueda verse condicionado por las esperas, condonaciones o demás medidas que se adopten en los AR desposeería a sus titulares de cualquier privilegio quedando equiparados al resto de titulares con garantías reales.

De acuerdo con él, todas estas circunstancias conllevarían a que el titular de la garantía financiera mostrase un comportamiento hostil en la negociación de los acuerdos de refinanciación reduciendo enormemente las posibilidades de consecución del mismo en el caso más que probable de que el valor de sus garantías fuese superior al resultante del AR<sup>87</sup>.

---

<sup>84</sup> LORRIO, A, *“Impacto del Real Decreto-Ley 4/2014 en las operaciones de derivados”*, AJA 883, 2014.

<sup>85</sup> AZOFRA VEGAS, F., *La homologación judicial de los acuerdos de refinanciación*, Ed Zeus, Zaragoza, 2016, pp. 130-144.

<sup>86</sup> CARRASCO PERERA, A., op. Cit.

<sup>87</sup> Id.

Considerando los planteamientos realizados por estos autores me resulta muy complicado, en línea con lo expuesto por NIETO y VILLENA, considerar estas garantías como autoinmunes, especialmente si tenemos en cuenta los siguientes aspectos:

- a) En primer lugar, la Directiva 2002/47/CE, de la cual emana el RD-L 5/2005, tenía, como ya hemos comentado, una finalidad armonizadora respecto al tratamiento de las garantías financieras en el ámbito intracomunitario garantizando la efectiva realización de las mismas<sup>88</sup>. En ningún momento se puede extrapolar de la misma una intención de condicionar la regulación de los institutos concursales de los Estados Miembros<sup>89</sup>.
- b) El Real Decreto-Ley 11/2014 tenía como propósito facilitar la consecución de los acuerdos de refinanciación introduciendo, entre otras cosas, la facultad de arrastre de los acreedores financieros disidentes incluyendo a aquellos que contasen con garantías reales. La posibilidad de que las garantías financieras puedan quedar indemnes de la extensión de sus efectos socavaría enormemente dichos acuerdos y, con ello, la finalidad de la norma misma.
- c) Cuando la DA Primera del RD-L 11/2014 equipara las actuaciones derivadas de la fase preconcursal con las medidas de saneamiento lo hace en el sentido de salvaguardar la eficacia de la ejecución de las garantías. Sin embargo, es difícil extrapolar esta protección a una inmunidad total de los acreedores con garantías financieras respecto al contenido de los AR homologados<sup>90</sup>.
- d) Por último, CARRASCO hace mención a que el sometimiento de las garantías a las condiciones en términos de quitas o esperas de los acuerdos equipararía a sus titulares a los del resto de garantías reales, eliminando en consecuencia su tratamiento privilegiado. Sin embargo, sí que todavía van a poder disfrutar *de facto* de una protección privilegiada al poder proceder a las ejecuciones de sus

---

<sup>88</sup> Vid. Capítulo II del trabajo.

<sup>89</sup> NIETO, C. y VILLENA, C, Op. Cit.

<sup>90</sup> PEREZ-LLORCA, op. Cit.

garantías en el marco preconcursal sin que estas se les sean paralizadas o suspendidas en tanto que no se infiere de la norma nada que establezca lo contrario.

Con todo ello, en los casos en los que los acreedores titulares de estas garantías supongan un porcentaje relativamente elevado, supuesto que no se presta complicado si nos atenemos a la amplitud de su ámbito de aplicación, las posibilidades de consecución de cualquier acuerdo de refinanciación, y más aún su homologación judicial, se verán extremadamente limitadas. Esto es debido a que con independencia de si estas garantías pueden ser objeto de arrastre o no siempre van a conservar la facultad de tutela ejecutiva, siendo totalmente independientes a la fase preconcursal.

Por ello, las discusiones doctrinales sobre la posibilidad de extensión de la homologación de los AR sobre estas garantías, aunque muy relevantes, pierden cierta trascendencia cuando consideramos que el solo tratamiento privilegiado que reciben estas garantías financieras, aún en su extensión protectora más limitada, ya consigue desvirtuar y debilitar en gran medida el fundamento y finalidad de los acuerdos de refinanciación.

## **VI. LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS**

### **6.1- Régimen de ejecución de las garantías sujetas al RD-L 5/2005.**

La apertura del concurso de acreedores implica la suspensión o prohibición del inicio de las ejecuciones de las garantías reales sobre los bienes considerados necesarios para la continuidad de la actividad empresarial (Art. 145 TRLC).

En sentido contrario, el RD-L 5/2005, en su artículo 11, prevé la ejecución de las garantías financieras en caso de incumplimiento de las obligaciones o de las condiciones que se hubiesen pactado entre las partes, y dicha ejecución no podrá verse afectada en ningún caso por la apertura del procedimiento concursal de acuerdo a lo dispuesto en su artículo 15.4 del RD-L. Dicho artículo reza lo siguiente “*Los acuerdos de garantía financiera no se verán limitados, restringidos o afectados en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa, y podrán ejecutarse,*

*inmediatamente, de forma separada, de acuerdo con lo pactado entre las partes y lo previsto en esta sección”.*

De esta forma, como veremos, el RD-L 5/2005 flexibiliza los requerimientos para la ejecución de estas garantías a fin de facilitar la circulación de capitales y dotar de una mayor eficacia a las mismas en línea con los propósitos de la Directiva 2002/47 del que el RD-L emana<sup>91</sup>.

La regulación de la ejecución de las garantías financieras está contenida en los artículos 11 a 13 del RD-L 5/2005. El artículo 11.1 establece que se podrá proceder a la ejecución de la garantía al producirse el incumplimiento de las obligaciones o de cualquier otra condición pactada entre las partes que permita al titular de la garantía realizar o apropiarse del bien objeto de la misma.

Es preciso recordar<sup>92</sup> que el régimen especial de las garantías financieras se caracteriza por la reducción de las formalidades para su constitución. A estos efectos, será únicamente necesario que dicho acuerdo conste por escrito y que la correspondiente “aportación” este igualmente por escrito sin que pueda exigirse la realización previa de un acto formal (Art. 8 RD-L5/2005). Con esto la garantía será eficaz tanto *inter partes* como frente a terceros<sup>93</sup>.

En caso de que estemos ante uno de los supuestos de ejecución, el titular podrá proceder a la ejecución de la misma en virtud de un acuerdo de garantía financiera pignoratícia, dependiendo del objeto de la garantía, así como de las condiciones previstas en la misma. Ha de advertirse, como indica VEIGA COPO<sup>94</sup>, que lo relevante en la ejecución va a ser precisamente lo que las partes hayan pactado en el acuerdo. Así, la ejecución se realizará:

- a) En el caso de que el objeto de la garantía sean **valores negociables o instrumentos financieros** la ejecución podrá realizarse mediante la venta o

---

<sup>91</sup> MUÑOZ DE BENAVIDES, C., “La ejecución de las garantías en el ámbito del concurso de acreedores”. *La Ley*, 2013.

<sup>92</sup> Vid. Capítulo IV. 5

<sup>93</sup> GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F., “Garantías financieras: las modificaciones introducidas en el Real Decreto-Ley 5/2005”. *Revista Aranzadi*. 2013.

<sup>94</sup> VEIGA COPO, A., “Prendas y fiducias financieras o como sustraerse a la vis concursal”. *La Ley*, nº 6893, 2008.



apropiación del objeto de la garantía (Art. 11.2. a) RD-L 5/2005). Cabe destacar que la apropiación solamente se podrá realizar cuando las partes lo hayan pactado en el acuerdo de garantía financiera y hubiesen previsto las modalidades de valoración de los activos (Art. 11.3.). A efectos de realizar la venta el acreedor deberá entregar al depositario de los valores un requerimiento en el que se acredite el motivo de la resolución del contrato (Art. 12.2).

- b) Si el objeto de la garantía es **efectivo** la ejecución se realizará mediante compensación de su importe. (Art. 11.2. b)).
- c) Si estamos ante **derechos de crédito** su ejecución será mediante venta o apropiación o mediante compensación de su valor (Art. 11.2 c)).

En consecuencia, la ejecución de la garantía se realizará de forma separada conforme a lo pactado por las partes, sin necesidad de requerimiento al deudor y sin tener que realizarse bajo los trámites del propio procedimiento concursal<sup>95</sup>. Además, dicha ejecución no podrá quedar sometida en ningún caso a requerimientos de notificación previa o de plazo adicional ni quedar subordinada a la aprobación de un tribunal, funcionario público u otra persona. (Art. 11.3. RD-L 5/2005).

Por tanto, como indica HORMAECHEA<sup>96</sup> nos encontramos ante “*un sistema que puede llevarse a cabo de forma **extrajudicial, sumaria y que no está sujeta a ningún tipo de plazo o aprobación de un tercero, salvo pacto en contrario***”. El elemento central o fundamento de este régimen especial está en que la ejecución será determinada por las partes en el propio acuerdo de garantía financiera, en contraposición a lo previsto en el régimen ordinario. Es por esto que la correcta redacción del acuerdo adquiere una relevancia capital al contenerse ahí la posibilidad de realizar la ejecución mediante venta o apropiación, así como todas las contingencias que puedan surgir.

---

<sup>95</sup> PUY, G, op. cit, pp. 218.

<sup>96</sup> HORMAECHEA ALONSO, J., “Ejecución de garantías financieras y compensación en el concurso. Comentario a las sentencias de la Sala de lo Civil del tribunal Supremo nº 373/2012 de 20 de junio de 2012 y nº 388/2012 de 26 de junio de 2012”. *RDCyP*, 2013

## 6.2- La ejecución de las garantías financieras en la jurisprudencia.

Como hemos podido apreciar, el RD-L 5/2005 ha constituido un régimen especial para la ejecución de las garantías financieras dotándolas de una mayor flexibilidad y de una amplia autonomía respecto al propio procedimiento concursal y al resto de garantías reales.

Sin embargo, a la hora de interpretar esta regulación en el marco concursal, varios jueces han encontrado excepciones a la aplicación de las reglas contenido en el propio Real Decreto llegando a poner en cuestión el régimen especial de dichas garantías<sup>97</sup>.

El cuestionamiento de este régimen especial o la limitación del mismo se manifiesta fundamentalmente en el establecimiento de un control judicial *a priori* a través de la interposición de medidas cautelares que impidan la ejecución inmediata de la garantía al margen del concurso.

Ejemplos de la suspensión cautelar de las ejecuciones de las garantías financieras los encontramos en numerosas resoluciones<sup>98</sup> e incluso parece que se puede estar imponiendo como tendencia en gran parte de los procedimientos, lo que en mi opinión resulta totalmente improcedente.

Como ya hemos mencionado, RD-L 5/2005 presenta una regulación de la ejecución de las garantías financieras caracterizada por su inmediatez y la casi ausencia de formalismos. Ahora bien, esa protección privilegiada de la ejecución de las garantías al margen del procedimiento concursal no deriva en ningún caso en un blindaje inquebrantable respecto a una posible intervención judicial o arbitral en forma de medidas cautelares. Esto último es relevante cuando plantee que esas garantías puedan ser objeto de rescisión (como se verá en el siguiente capítulo).

---

<sup>97</sup> LYCZKOWSKA, K., ``Cinco años de jurisprudencia sobre la ejecución de las garantías financieras``. *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 21, 2014.

<sup>98</sup> Entre otros el Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 8 de Madrid, núm. 527/2012, de 18 de octubre de 2012, Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 2 de Madrid, núm. 429/2013, de 14 de junio de 2013, así como en algunos más recientes como el Auto del Juzgado de 1º Instancia n. 60 de Madrid, núm. 310/2020, de 30 de abril de 2020.

Sin embargo, en tanto que el propio fundamento del RD-L 5/2005, y de la Directiva de la que este emana, es facilitar y proteger la constitución y ejecución de las garantías financieras, cualquier control judicial que se pueda realizar sobre las mismas debe realizarse con la mayor cautela y rigor posible en línea con el propósito perseguido por la norma.

Además, debemos recordar que los objetos de estas garantías son en muchos casos valores cotizados en bolsa sobre los que la imposición de medidas cautelares, que impidan su ejecución, pueden resultar en reducciones drásticas de su valor durante el período en que su ejecución se encuentre en suspenso. En términos similares se expresa HORMAECHEA<sup>99</sup> con una posición mucho más contraria a la imposición de estas medidas, afirmando que *“los jueces y tribunales deberían rechazar la solicitud de medidas cautelares de suspensión de ejecución de garantías financieras porque dicha suspensión va absolutamente en **contra de la letra y el espíritu del RD-L 5/2005**, ya que dejan sin sentido el objetivo de la rápida ejecución de la garantía y en absoluta indefensión al acreedor pignoraticio **que ve como el objeto de su garantía puede ir perdiendo valor**”*.

Por todo ello, resulta sorprendente la amplitud de procedimientos en los que suspenden la ejecución de las garantías y, en muchos casos, el escaso fundamento sobre el cual las mismas se sustentan. Ejemplo paradigmático de esto es el Auto del Juzgado de lo Mercantil de Madrid n. 2 de 14 de junio de 2013<sup>100</sup> en el cual se decretó como medida cautelar la suspensión de las ejecuciones de todas las garantías sin que se hubiese demandado ninguna acción de reintegración y sin que el propio juez especificase el alcance de las medidas.

Respecto a ese rigor que debe exigirse para que se pueda proceder a la interposición de medidas cautelares debemos remitirnos a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 3 de marzo de 2014<sup>101</sup>, en la cual se revocó el auto de un Juzgado de lo Mercantil<sup>102</sup> en el que se había acordado la suspensión de la ejecución de las garantías

---

<sup>99</sup> HORMAECHEA ALONSO, J., op. cit.

<sup>100</sup> Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 2 de Madrid, núm. 429/2013, de 14 de junio de 2013.

<sup>101</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 39/2014, de 3 de marzo de 2014.

<sup>102</sup> Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 8 de Madrid, núm. 527/2012, de 18 de octubre de 2012.

financieras. Dicha revocación estaba fundada en la inexistencia de un perjuicio para el concursado y la falta de pruebas sobre un potencial fraude de los acreedores titulares de las garantías financieras.

En dicha sentencia además se enuncian cuáles serían los requerimientos para la suspensión de su ejecución<sup>103</sup>:

- a) Que las garantías financieras hayan sido constituidas sobre bienes considerados necesarios para la continuidad de la actividad empresarial.
- b) Acreditarse el potencial peligro causado por la mora.
- c) La existencia de indicios de que las garantías se han constituido en fraude de acreedores.

En un auto más reciente el Juzgado de Primera Instancia de Madrid<sup>104</sup> suspendió la ejecución de las garantías financieras aplazando un año la fecha de su vencimiento y prohibiendo a un grupo de fondos de inversión resolver los contratos y ejecutar las garantías acordadas. En este caso, nuevamente, las circunstancias para su interposición estaban más relacionadas con proteger los bienes del deudor e impedir la ejecución inmediata de los mismos, que con salvaguardar el régimen especial de la ejecución de las garantías en tanto que no había indicios de comisión de fraude en la constitución de las mismas.

En línea con esto quizás debemos remitirnos al Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 9 de Madrid<sup>105</sup> en el cual rechazó la solicitud de suspensión de la ejecución de las garantías financieras añadiendo que *“Y es que por más pueda considerarse **criticable de lege ferenda la salida del concurso de las obligaciones financieras y de los acreedores crediticios titulares de las garantías reguladas en el Real Decreto, lo cierto es que el texto no deja lugar a una interpretación distinta de la mantenida en el auto recurrido, esto es contiene una normativa específica frente a la regulación general de la ley concursal”***.

---

<sup>103</sup> LYCZKOWSKA, K., op. cit.

<sup>104</sup> Auto del Juzgado de 1º Instancia n. 60 de Madrid, núm. 310/2020, de 30 de abril de 2020

<sup>105</sup> Auto del juzgado de los Mercantil n. 9 de Madrid, núm. 198/2009, de 21 de septiembre de 2009.

Por tanto, aunque la actuación de los tribunales resulta loable al intentar limitar el tratamiento privilegiado de las garantías financieras frente al resto y, con ello, salvaguardar el patrimonio del deudor y el procedimiento concursal, la interpretación del RD-L 5/2005 no da cabida a otra posibilidad.

De esta manera, cuando la potencial adopción de las medidas cautelares recaiga sobre las garantías financieras los tribunales deberán aplicar un rigor y prudencia extra al régimen ordinario para que dichas medidas no entren en contraposición con lo pretendido en el RD-L 5/2005, aunque con ello se deriven consecuencias negativas para el propio concurso.

## VII. LA RESCISIÓN DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS

### 7.1- Régimen general de la acción de reintegración concursal. El perjuicio a la masa activa como requisito.

El Texto Refundido de la Ley Concursal recoge una acción especial de rescisión específica para el marco del procedimiento concursal (Art. 226 y ss. TRLC), diferenciándola de la acción rescisoria ordinaria contenida en el Código Civil al tener una mayor universalidad frente al carácter más particular de la última<sup>106</sup>.

Sin embargo, no podemos hablar de una autonomía de la acción rescisoria concursal frente a la acción rescisoria ordinaria en tanto que las diferencias de la primera respecto a la segunda tienen su origen en las propias necesidades del procedimiento concursal y no en la voluntad del legislador de crear un régimen autónomo<sup>107</sup>. Además, es preciso señalar que la acción rescisoria concursal no agota las posibilidades de resarcir el perjuicio causado a los acreedores sino que se podrán ejercitarse el resto de acciones previstas en el artículo 238 TRLC<sup>108</sup>.

Estas acciones rescisorias, enmarcadas dentro del procedimiento concursal, tienen como finalidad la protección de los acreedores concursales trayendo a la masa activa aquellos

---

<sup>106</sup> RUIZ GONZÁLEZ, M., ``Acción rescisoria en el concurso de acreedores''. *La Ley*, 2016. pp. 2.

<sup>107</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS, R., *Concurso y Rescisión*. Valencia. 2013. pp. 145.

<sup>108</sup> Id.

bienes que fueron enajenados en los dos años inmediatamente anteriores a la fecha del auto de declaración del concurso, siempre que dicha transmisión sea perjudicial para la masa activa. Ha de advertirse que no es necesario de que dichos actos se hayan cometido de forma fraudulenta<sup>109</sup>.

Así, para el ejercicio de la acción rescisoria concursal se exige como requisitos:

- a) En primer lugar, se requiere que se haya declarado el concurso de acreedores con carácter previo al ejercicio de la acción (Art. 226 TRLC). A estos efectos, no estará autorizado su ejercicio en caso de que se haya producido únicamente la mera solicitud del concurso o en el caso de que nos encontremos en la fase preconcursal<sup>110</sup>.
- b) Con respecto al plazo se podrán rescindir aquellos actos que se hayan producido en los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso (Art. 226 TRLC).
- c) Para el ejercicio de la misma tiene legitimación activa la administración concursal (Art. 231 TRLC) y legitimación subsidiaria los acreedores concursales en caso de que transcurridos dos meses desde que hubieran requerido a la AC el ejercicio de la acción, esta no la hubiera ejercido (Art. 232 TRLC).
- d) Por último, se requiere que el acto en concreto haya sido perjudicial para la masa activa (Art. 226 TRLC).

La cuestión sobre el significado y la amplitud de este perjuicio sobre la masa activa ha dado lugar a una amplia discusión doctrinal y jurisprudencial. En este sentido, la STS 629/2012 se considera capital en este aspecto en tanto que su concepción del perjuicio sobre el patrimonio del deudor ha sido reiterada en múltiples sentencias posteriores<sup>111</sup>. Dicha sentencia afirma: *“puede entenderse como un sacrificio patrimonial injustificado,*

---

<sup>109</sup> PUY, G, op. cit, pp. 241.

<sup>110</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS, R., ‘‘Rescisión concursal’’ en *Fundamentos de Derecho Empresarial*, Civitas, Madrid, 2020. pp. 122.

<sup>111</sup> SANCHO GARGALLO, I., *La rescisión concursal*. Tirant lo Blanch. 2017. pp. 98.

en cuanto que tiene que suponer una **aminoración del valor del activo** sobre el que se constituirá la masa activa (art. 76 LC), y, además, debe carecer de justificación”<sup>112</sup>.

Por tanto, para que podamos estar ante un acto perjudicial para la masa activa este debe menoscabar la potencial satisfacción de los créditos de los acreedores, bien reduciendo el número de bienes que van a formar parte de la masa activa del concurso implicando una merma injustificada en el patrimonio del deudor, o bien porque produce una alteración de la *par conditio creditorum*<sup>113</sup>. A pesar de que son numerosas las resoluciones que aluden a esta última razón para justificar el perjuicio QUETGLAS<sup>114</sup> afirma “*Todo acto será susceptible de ser rescindido si no tiene una justificación económica que lo legitime. El perjuicio existirá cuando el acto no tenga una correspondencia patrimonial, de tal forma que la masa activa resulta perjudicada. El principio de igualdad de trato entre los acreedores no puede ni debe justificar el ejercicio de las acciones rescisorias*”.

En este sentido, y ante la dificultad que en muchos casos supone la actividad probatoria, el TRLC establece en su artículo 227 una serie de presunciones *iure et de iure* y, a su vez, una serie de presunciones *iuris tantum* contenidas el artículo 228.

Dentro de estas últimas, ya como objeto de este trabajo, se presume un perjuicio al patrimonio del deudor “**en la constitución de garantías reales a favor de obligaciones preexistentes o de las nuevas contraídas en sustitución de aquellas**”<sup>115</sup>.

Esta presunción es causa de la ruptura de la paridad entre los acreedores al entender que se puede estar beneficiando a los acreedores cuyos créditos se protegen por esas garantías frente al resto. De este modo, los créditos de los primeros pasarían a tener la consideración de privilegiados especiales en contra del carácter ordinario de los segundos, con todas las diferencias que esto implica en lo concerniente a obtener su satisfacción<sup>116</sup>.

---

<sup>112</sup> Sentencia del Tribunal Supremo núm. 629/2012, de 29 de octubre.

<sup>113</sup> RUIZ GONZÁLEZ, M., op. cit. pp 6.

<sup>114</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS, R., op. cit.

<sup>115</sup> Vid. Art 228 TRLC.

<sup>116</sup> PUY, G, op. cit, pp. 247.

Ha de advertirse que en el marco de la negociación de los acuerdos de refinanciación es muy común la constitución de garantías reales en contraposición al sacrificio que pueda hacer el acreedor en forma de quitas, aplazamientos, etc.

Ejemplo de esto lo encontramos en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 13 de diciembre de 2011, en la cual el tribunal estimó que no se produjo un perjuicio al patrimonio del deudor por la constitución de una garantía hipotecaria en sustitución de una anterior. El tribunal afirmó “(...) *la obligación vencida y exigible, abonada con el capital del préstamo, se transformó en una deuda a largo plazo (diez años) y con un interés al de la póliza del crédito (...) ,en contraprestación a estas ventajas, la concursada constituye una garantía real sobre dos fincas que ya estaban hipotecadas, lo que supone un sacrificio patrimonial menor, razonable y ajustado*”<sup>117</sup>.

Por tanto, en la constitución de garantías reales habrá que analizar por tanto la idoneidad de las mismas, la equivalencia de las prestaciones, así como el mantenimiento de la igualdad de trato entre los acreedores con objeto de determinar si constituyen un perjuicio para la masa activa<sup>118</sup>.

## **7.2- La rescisión de la garantía financiera por fraude de acreedores.**

El texto Refundido de la Ley Concursal recoge en su artículo 230 los actos que en ningún caso podrán ser objeto de rescisión<sup>119</sup>. Dentro de los cuales se incluyen los sujetos a la aplicación del RD-L 5/2005 en materia de sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados<sup>120</sup>.

El artículo 15 del RD-L 5/2005, con objeto de otorgar una mayor protección a las garantías financieras, distingue diferentes supuestos en atención al momento en que se otorgó dicha garantía así como al conocimiento que el acreedor tuviese de la situación económica del deudor<sup>121</sup>. Así, el artículo 15 establece que:

---

<sup>117</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona núm. 721/2011, de 13 de diciembre.

<sup>118</sup> RUIZ GONZÁLEZ, M., op. cit. pp 7

<sup>119</sup> Vid. Art. 230 TRLC.

<sup>120</sup> SEBASTIÁN QUETGLAS, R., op. cit. pp. 147.

<sup>121</sup> PUY, G, op. cit, pp. 256.



- a) En primer lugar, no podrán ser objeto de rescisión ni declararse nulas los acuerdos de garantía financiera o la aportación de la misma por la mera apertura del procedimiento concursal o de liquidación administrativa (Art. 15.1 RD-L 5/2005).
- b) Por otro lado, el art. 15.2 del RD-L 5/2005 protege a los titulares de las garantías en los supuestos en los que la formalización de los acuerdos de garantía financiera se produzca el mismo día de la apertura del procedimiento concursal, siempre que los beneficiarios no tuvieran constancia de dicho procedimiento.
- c) El art. 15.3 del RD-L 5/2005 tiene como objeto aquellos supuestos comunes en la práctica en los que, a efectos de cubrirse de posibles fluctuaciones de valor de los activos objeto de garantía, se establece un margen entre el valor de la garantía y el valor de la obligación garantizada<sup>122</sup>. El precepto indica que la apertura del procedimiento concursal o liquidación administrativa no podrá ser causa de su rescisión o anulación<sup>123</sup>.
- d) En último lugar, el artículo 15.5 afirma que los acuerdos de garantías financieras “*sólo podrán rescindirse o impugnarse al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, por la administración concursal, que tendrá que demostrar que se han realizado en fraude de acreedores*”.

Originalmente se exigía que dichos actos hubieran sido realizados “*en perjuicio de acreedores*”, expresión que fue duramente criticada por la doctrina al tener un significado similar a “*perjuicio para la masa*” dado que muchas sentencias entendían dicho concepto como una equivalencia al perjuicio a la masa activa exigido en el TRLC<sup>124</sup>. Esta cuestión fue solventada por la reforma llevada a cabo por la Ley 7/2011 en la que ya se incluye el requerimiento de “*en fraude de acreedores*”<sup>125</sup>.

---

<sup>122</sup> PUY, G, op. cit, pp. 257.

<sup>123</sup> Vid. Art. 15.3 RD-L 5/2005.

<sup>124</sup> Vid. Sentencia de la Audiencia Provincial de Murcia, núm. 379/2013 de 6 de junio de 2013.

<sup>125</sup> GONZÁLEZ NAVARRO, B., “Ley concursal y rescisión de garantías financieras: la aplicación irretroactiva del fraude de acreedores”. *Revista Aranzadi* nº. 9, 2014

Sin embargo, esta reforma generó controversia en torno a si era posible aplicar retroactivamente la nueva redacción del RD-L 5/2005 a garantías ya constituidas con anterioridad a la vigencia de la reforma<sup>126</sup>. En estos casos estamos ante garantías financieras otorgadas con carácter previo a la Ley 7/2011 pero que en el momento de dilucidarse el procedimiento judicial ya se encontraba vigente la reforma. Evidentemente, los beneficiarios de dichas garantías demandaron su aplicación a razón de la mayor protección que les otorga frente a una potencial acción rescisoria en tanto que se exigiría a la Administración concursal probar su intención fraudulenta.

A este respecto, el Tribunal Supremo, en la sentencia núm. 451/2014, de 4 de septiembre de 2014, desestimó un recurso de casación presentado por una entidad financiera cuya garantía financiera había sido anulada. Dicha entidad argumentaba que dado que al momento de resolverse la controversia por la Audiencia Provincial de Valladolid<sup>127</sup> ya se encontraba vigente la reforma del RD-L 5/2005 la AC tendría que haber probado no solo el perjuicio a la masa activa sino también la intención fraudulenta de los demandados.

Contra esto el TS responde negativamente alegando, de forma acertada, el principio de irretroactividad de las normas consagrado en el CC así como el hecho de que *“La circunstancia de que años más tarde se modifiquen y armonicen con otros preceptos de la misma norma o con otras normas del sector es una labor propia del legislador, (...) sin que pueda aplicarse a su capricho la norma que más le convenga a quien ha sido el responsable de un perjuicio para el resto de los acreedores, en su propio beneficio”*<sup>128</sup>

A pesar de solventarse esta cuestión, la interpretación de este precepto sigue dando lugar a varias discrepancias. Así, el RD-L 5/2005 parece afirmar que para que la constitución de garantías financieras pueda ser objeto de rescisión se requiere, además del propio perjuicio a la masa activa, ya previsto en el TRLC, que el acto se hubiese realizado en fraude de acreedores<sup>129</sup>. En estos términos se manifestó la Audiencia Provincial de Madrid afirmando que *“El RDL 5/2005, como es obvio, no se está refiriendo a que el acto resulte perjudicial para la masa activa, requisito ya contemplado en el régimen*

---

<sup>126</sup> Id.

<sup>127</sup> Sentencia Audiencia Provincial de Valladolid de 4 de octubre de 2012.

<sup>128</sup> Sentencia del Tribunal Supremo núm. 451/2014, de 4 de septiembre.

<sup>129</sup> PUY, G, op. cit, pp. 259.

*general, sino, precisamente porque nos encontramos ante una excepción al sistema legal de reintegración, impone un requisito específico, que el acuerdo se haya realizado con un determinado propósito de perjudicar a los acreedores”<sup>130</sup>.*

Por tanto, parece exigirse que para ejercer la acción rescisoria la Administración concursal, además de probar el elemento objetivo del perjuicio al patrimonio del deudor, tendrá también que acreditar que dicho acto se realizó de forma fraudulenta.

Con respecto a la existencia de esa “intención fraudulenta” la jurisprudencia ya reiteró en numerosas ocasiones que no se puede nunca presumir, sino que es necesario probar su existencia<sup>131</sup>. No obstante, ante la dificultad probatoria que entraña el demostrar ese ánimo subjetivo de dañar, la jurisprudencia dictaminó que para acreditar esta mala fe no se requiere probar esa voluntad, sino que basta con demostrar la mera “consciencia” de estar causando un perjuicio<sup>132</sup>.

La Audiencia Provincial de Madrid en la misma sentencia sobre la potencial rescisión de las garantías financieras se manifiesta en esa línea argumentando que “*En la doctrina jurisprudencial recaída en torno a las acciones pauliana y rescisoria de los artículos 1.111 y 1. 291.3º del Código Civil, este requisito se objetiviza, de modo que se satisface con un simple estado de consciencia que abarque la posibilidad de originar perjuicio a terceros*<sup>133</sup>”.

Con todo esto, las diferencias entre los requerimientos del régimen ordinario previsto en el TRLC y los exigidos en el régimen especial del RD-L 5/2005 no resultan tan notables. La administración concursal, a efectos de poder rescindir una garantía financiera, además de tener que probar la existencia del *perjuicio a la masa*, solamente tendrá que acreditar que el beneficiario de dicha garantía tenía consciencia de que con dicho acto se estaba perjudicando la situación patrimonial del deudor.

Por tanto, dichas garantías solamente se protegerían si se demostrase que el beneficiario no tenía consciencia alguna de la situación patrimonial del deudor. Este resultado es

---

<sup>130</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 97/2013, de 5 de abril de 2013.

<sup>131</sup> PUY, G, op. cit, pp. 260.

<sup>132</sup> Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 547/2010, de 16 de septiembre de 2010.

<sup>133</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 97/2013, de 5 de abril de 2013

criticado por LYCZKOWSKA<sup>134</sup> dado que “*se premiaría la negligencia o la incuria del acreedor*” además de añadir que “*el resultado práctico en la mayoría de los casos es que el requisito del fraude y del perjuicio objetivo se solapan, de forma que apenas queda diferencia visible entre el régimen de reintegración común y el del RD-L*”.

Sin embargo, cabe preguntarnos si esta interpretación seguida por los tribunales puede estar en consonancia con lo pretendido en el RD-L 5/2005. Como ya hemos analizado, el RD-L 5/2005 tiene como objeto otorgar una mayor protección, aunque no absoluta, a las garantías financieras exigiendo, en este supuesto concreto, un requerimiento extra para que estas puedan ser objeto de rescisión.

No obstante, a la hora de aplicar este precepto los tribunales han recurrido a una interpretación del fraude que conlleva a que ese régimen especial previsto en el Real Decreto quede prácticamente solapado con el ordinario. Esto podría parecer comprensible al momento de la entrada en vigor del RD-L 5/2005, cuando se exigía que dicho acto se hubiese realizado en “*perjuicio de los acreedores*”. Sin embargo, en el momento en que la reforma llevada a cabo por la Ley 7/2011 incluye el requerimiento de que el acto se hubiese producido en “*fraude de acreedores*” resulta evidente que el legislador tenía la intención de otorgar una mayor protección a las garantías financieras frente al resto de las garantías reales, estableciendo un nuevo régimen de acción rescisoria mucho más exigente que el ordinario.

Con esto, la interpretación objetiva de la prueba de fraude que se sigue en los tribunales implicaría que el legislador no pretendía incrementar el nivel de protección de los créditos con garantía financiera, lo que me parece incomprensible<sup>135</sup>.

Quizás los tribunales, a la hora de aplicar este precepto debían haber valorado el fundamento de la normativa y la intención misma del legislador y no haber recurrido por ello a una interpretación jurisprudencial del fraude de acreedores fundamentada en otra normativa. En este sentido, a la hora de aplicar el RD-L 5/2005, han evitado que el ejercicio de la acción rescisoria requiera la prueba de fraude lo que resulta relevante dado

---

<sup>134</sup>LYCZKOWSKA, K., “Cinco años de jurisprudencia sobre la ejecución de las garantías financieras”. *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 21, 2014.

<sup>135</sup> En la misma línea se manifiesta LYCZKOWSKA, K.

que había autores como VEIGA COPO<sup>136</sup>, que al momento de la reforma de la Ley 7/2011, preveían que la rescisión de esta garantía iba a verse casi imposibilitada por sus exigentes requerimientos.

Con esto, la praxis judicial llevada a cabo en este aspecto, aunque criticable, está claramente motivada para disminuir el régimen de protección excepcional de las garantías financieras frente al resto de las garantías reales, evitando la constitución de un ``blindaje`` casi inquebrantable que socavase las posibilidades del ejercicio de la acción rescisoria y, con ello, de protección de patrimonio del deudor.

---

<sup>136</sup> VEIGA COPO, A., ``Comentario a la Sentencia de 10 de octubre de 2011``, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 89/2012.

## VIII. CONCLUSIONES

El establecimiento de un régimen comunitario armonizado de garantías financieras se ha considerado como un instrumento necesario para la efectiva consecución de un espacio financiero integrado, contribuyendo a la liquidez de los mercados e, igualmente, a la estabilidad, competitividad y eficiencia del sistema financiero de la UE. Ese proceso armonizador ha sido protagonizado por la Directiva 2002/47/CE, dotando de un esquema de protección especial a los acuerdos de garantía financiera en el marco de los procedimientos de insolvencia.

La incorporación al derecho español de esta norma comunitaria tuvo lugar a través del RD-L 5/2005, efectuando, además, una ordenación y unificación del conjunto de disposiciones internas dispersas en la materia. En este contexto, debe destacarse que la quiebra del modelo concursal basado en los principios de proporcionalidad y preferencialidad con arreglo a una norma legal ya había acontecido en nuestro derecho con anterioridad a la vigencia de aquella disposición, con el amparo de la precursora Directiva 96/10/CE.

Desde la perspectiva de su construcción técnica, el RD-L 5/2005 ha sido, particularmente, criticado por la doctrina. Estamos, en primer término, ante una regulación autónoma y específica, y superpuesta sobre el régimen común y general establecido a tal efecto. Al margen de una transposición literal y ampliada de la disposición comunitaria, importa una terminología financiera propia de los mercados de valores, influida por modelos normalizados como la documentación ISDA, lo que introduce complejidades añadidas en términos de coordinación y entendimiento de su alcance.

El régimen especial edifica un “safe harbour” para las entidades de crédito, irrumpiendo en un procedimiento concursal que se desenvuelve en un particular “trapecio” dibujado por la viabilidad futura del deudor como empresa y la protección del crédito de sus acreedores. La definición del alcance subjetivo de este régimen especial, admitiendo a personas jurídicas no financieras e, incluso, a personas físicas, “extensión” promovida por el sector financiero, nos enfrenta a un análisis en cuanto a su compatibilidad con el principio general de igualdad de los acreedores ante los procedimientos concursales. Esta discriminación “personal”, amparada por la norma comunitaria, ha sido ratificada por el TC ante la necesidad de establecer un especial aseguramiento del sistema financiero como

bien colectivo. Ello no impide reconocer una ampliada protección especial de las entidades de crédito respecto de los restantes acreedores sujetos al derecho común.

La manifestación de esa irrupción abrupta en el marco del concurso se produce en todos ámbitos del mismo. Los acuerdos de refinanciación, edificados en la viabilidad empresarial del deudor, se encuentran totalmente desvirtuados ante unas garantías que conservan la tutela ejecutiva durante toda la fase preconcursal y cuyo posible arrastre por los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente es puesto en duda por la doctrina.

En lo que concierne a la ejecución de las garantías financieras, el RD-L 5/2005 no solo implica un régimen especial para las mismas, sino que directamente constituye unos privilegios exacerbadados para sus titulares. Estos gozarán de la posibilidad de su ejecución separada, inmediata, ajena al procedimiento concursal y con la posibilidad incluso de apropiación del bien objeto de las mismas dejando esta cuestión literalmente al antojo de las entidades financieras.

Por último, en el ejercicio de la acción rescisoria las garantías financieras se ven nuevamente privilegiadas al añadir el RD-L el requerimiento de *fraude de acreedores* para su potencial rescisión, a sabiendas de la dificultad probatoria del mismo. En este caso, los tribunales, en una interpretación muy cuestionable, han conseguido salvaguardar la protección de los bienes del deudor objeto de estas garantías estirando al máximo la interpretación del fraude.

Así, en todos estos ámbitos se puede apreciar un marco común: las garantías financieras gozan de un tratamiento exorbitantemente privilegiado el cual los jueces, con mayor o menor fortuna, han intentado restringir a efectos de salvaguardar un procedimiento concursal que, a consecuencia de la aplicación del RD-L 5/2005, ha quedado en gran parte desvirtuado.

## IX. BIBLIOGRAFÍA.

### 9.1- Obra doctrinal.

AZOFRA VEGAS, F, *La homologación judicial de los acuerdos de refinanciación*, Ed Zeus, Zaragoza, 2016.

CARRASCO PERERA, A., *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*. Ed Aranzadi. 2008.

CARRASCO PERERA, A., Credit, claims, control y eficacia del acuerdo de compensación en *Garantías reales en escenarios de crisis: presente y prospectiva*. Marcial Pons. 2011.

CARRASCO PERERA, A, ``Ejecución de garantías reales, impugnación de refinanciaciones y valor de la garantía en la Reforma Concursal del Real Decreto Ley 4/2014, *Anuario de derecho concursal*, nº 32, 2014.

CARRASCO PERERA, M., CORDERO LOBATO, E. y MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los derechos de garantía*. Vol. II. Aranzadi. 2015

CARRASCO PERERA, A., `` ¿Están las garantías financieras sujetas a los efectos de los acuerdos preconcursales de refinanciación homologados? `` , *Diario de la Ley*, nº 8837, 2016.

DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., ``Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas``. *Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, Nº 2, 2005.

DÍAZ RUIZ, E, ``Las garantías financieras: efectos en el mercado de la transposición a España de la Directiva 47/2002`` , en *Garantías reales en escenarios de crisis: presente y prospectiva*, 2012.

ESTEBAN RAMOS, `` Los acuerdos de refinanciación como alternativa al concurso`` , *Revista de Derecho concursal y paraconcursal*, n. 22, 2015, pp. 422-424.

FANEGO RODRÍGUEZ, M, `` Aspectos internacionales de los contratos de cobertura del riesgo cambiario en los mercados OTC``. *RJUAM*. Número 32. 2015.

GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., ``Garantías financieras: las modificaciones introducidas en el Real Decreto Ley 5/2005``. *Aranzadi. Civil – Mercantil*. 2011.



GÓMEZ JORDANA, I., *Las garantías financieras como productos financieros derivados una revisión de la reforma y sus efectos, en Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*. Aranzadi. 2003.

GONZÁLEZ NAVARRO, B., ``Ley concursal y rescisión de garantías financieras: la aplicación irretroactiva del fraude de acreedores``. *Revista Aranzadi* nº. 9, 2014.

HORMAECHEA ALONSO, J., ``Ejecución de garantías financieras y compensación en el concurso. Comentario a las sentencias de la Sala de lo Civil del tribunal Supremo nº 373/2012 de 20 de junio de 2012 y nº 388/2012 de 26 de junio de 2012``. *RDCyP*, 2013.

IGLESIAS ESCUDERO, S., ``Las garantías financieras y los acuerdos de compensación contractual: una propuesta de reforma en materia concursal``. CEF. Legal. *Revista práctica de derecho*. Número 154. 2013.

KIRCHNER, P. y SALINAS ADELANTADO, C., *La reforma de la ley de mercado de valores*. Tirant lo Blanch. Valencia, 1999.

LOPERA RODRÍGUEZ, MARIO, ``Marco legal vigente tras las reformas de 2014 y 2015. Una visión práctica sobre la refinanciación, el convenio, la liquidación y la ejecución de garantías reales``, Marimón Abogados, 3ª edición, 2016.

LYZCKOWSKA, K., ``La constitución, el objeto y las modalidades de las garantías financieras``. Tesis Doctoral. Universidad de Castilla – La Mancha. 2013.

LYZCKOWSKA, K., ``Cinco años de jurisprudencia sobre la ejecución de las garantías financieras``. *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 21, 2014.

MUÑOZ DE BENAVIDES, C., ``La ejecución de las garantías financieras en el ámbito del concurso de acreedores``. *La Ley*, 2013.

NIETO, C. y VILLENA, C. ``Garantías financieras y homologación de acuerdos de refinanciación``, *Diario La Ley*, nº 8471, 2015.

PALAO UCEDA, J., ``Las acciones de rescisión en el concurso de acreedores``. *La Ley*, 2012.

PUY FERNÁNDEZ, G., ``Las garantías financieras en el concurso``. Tesis Doctoral. Universidad de Huelva. 2016.

RODRÍGUEZ DE QUIÑONES, A, “Tipología de los acuerdos de refinanciación”. En: *Acuerdos de refinanciación, convenios y reestructuración. Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley Concursal*. Díaz Moreno, A. y León Sanz, F.J. (direc.), Ed: Aranzadi, Pamplona, 2015, p. 60.

RUIZ GONZÁLEZ, M., “Acción rescisoria en el concurso de acreedores”. *La Ley*, 2016.

SANCHO GARGALLO, I., *La rescisión concursal*. Tirant lo Blanch. 2017.

SÁEZ LACAVE, M.I.: “Los derivados en el concurso. La racionalidad del régimen especial y las peculiaridades españolas”. *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, 2014.

SANJUÁN, E. “El proceso de homologación de los acuerdos de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial previos al concurso de acreedores”. Tesis Doctoral. UNED, 2015.

SEBASTIÁN QUETGLAS, R., *Concurso y Rescisión*. Valencia. 2013.

VEIGA COPO, A., “Prendas y fiducias financieras o como sustraerse a la vis concursal”. *La Ley*, nº 6893, 2008.

VEIGA COPO, A., “Comentario a la Sentencia de 10 de octubre de 2011”, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 89/2012.

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*. Marcial Pons. 2005.

ZUNZUNEGUI, F., “Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real Decreto-ley 5/2005)”. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Working Paper 2/2006.

ZUNZUNEGUI, F., “Del netting a las garantías financieras”. THEMIS. *Revista de Derecho*. Número 54. 2007.

## 9.2- Referencias de internet.

CARCIMARTÍN ALFÉREZ, F, ``La propuesta de Directiva europea sobre reestructuración y segunda oportunidad. El arrastre de los acreedores disidentes y la regla de la prioridad absoluta'', *Almacén D Derecho*, 2018. Recuperado de: <https://almacenederecho.org/los-mecanismos-arrastre-acreedores-disidentes-la-llamada-regla-prioridad-absoluta> (Última consulta 03/04/2021).

CARRASCO PERERA, A, ``El “valor de la garantía real” y el “sacrificio desproporcionado” en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014'', *Gómez-Acebo & Pombo*, marzo de 2014. Recuperado de: <https://www.ga-p.com/publicaciones/el-%C2%93valor-de-la-garantia-real%C2%94-y-el-%C2%93sacrificio-desproporcionado%C2%94-en-los-acuerdos-de-refinanciacion-del-rd-ley-4-2014/> (Última consulta 02/04/2021).

CARRASCO PERERA, A., ``Financial Collateral Law and Practice in Spanish Court''. *Journal of International Banking Law and Regulation*. VOL. 27 – 10. 2012. Recuperado de: [https://www.researchgate.net/publication/234045182\\_FINANCIAL\\_COLLATERAL\\_LAW\\_AND\\_PRACTICE\\_IN\\_SPANISH\\_COURTS](https://www.researchgate.net/publication/234045182_FINANCIAL_COLLATERAL_LAW_AND_PRACTICE_IN_SPANISH_COURTS) (Última consulta 30/03/2021).

EIRAS RODRÍGUEZ, A, ``El 95% de las empresas españolas que entran en concurso acaban en liquidación'', *PWC*, 21 de marzo de 2014. Recuperado de: <https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2013/assets/temas-candentes-procesos-concursales.pdf> (Última consulta 01/04/2021).

LORBÉS IRIGOYEN, P.: ``Contrato de SWAP: Regulación general y análisis de los contratos ISDA 2002''. *Legaltoday*. 2009. Recuperado de: <https://www.legaltoday.com/practica-juridica/derecho-mercantil/mercantil/contrato-de-swap-regulacion-general-y-analisis-de-los-contratos-isd-2002-2009-09-18/> (Última consulta 01/04/2021).

LORRIO, A, ``Impacto del Real Decreto-Ley 4/2014 en las operaciones de derivados'', *AJA* 883, 2014. Recuperado de: <https://www.legaltoday.com/practica-juridica/derecho-mercantil/concursal/impacto-del-real-decreto-ley-42014-en-las-operaciones-de-derivados-2014-07-28/> (Última consulta 03/04/2021).

PEREZ-LLORCA, ``Las garantías financieras y la homologación judicial. Conclusiones de los jueces de lo Mercantil de Madrid'', 2015. Recuperado de <https://www.perezllorca.com/wpcontent/uploads/es/actualidadPublicaciones/NotasInformativas/Documents/nota-informativa-sobre-la-homologacion.pdf> (Última consulta 03/04/2021).

VÁZQUEZ ORGAZ, J., ``Acuerdos Marco de Operaciones Financieras: El ``ISDA Master Agreement'''. *Noticias Jurídicas*. 2002. Recuperado de: <https://www.derecho.com/articulos/2002/09/15/acuerdos-marco-de-operaciones-financieras-el-isda-master-agreement/> (Última consulta 03/04/2021).

### **9.3- Jurisprudencia.**

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 547/2010, de 16 de septiembre de 2010.

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 373/2012, de 20 de junio de 2012.

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 629/2012, de 29 de octubre de 2012.

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 451/2014, de 4 de septiembre de 2014.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona núm. 721/2011, de 13 de diciembre de 2011.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 97/2013, de 5 de abril de 2013.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Murcia, núm. 379/2013, de 6 de junio de 2013.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 39/2014, de 3 de marzo de 2014.

Auto del Juzgado de 1º Instancia n. 60 de Madrid núm. 310/2020, de 30 de abril de 2020.

Auto del juzgado de los Mercantil n. 9 de Madrid núm. 198/2009, de 21 de septiembre de 2009.

Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 8 de Madrid núm. 527/2012, de 18 de octubre de 2012.

Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 2 de Madrid núm. 429/2013, de 14 de junio de 2013.

Auto del Juzgado de lo Mercantil n. 7 de Madrid núm. 49/2015, de 12 de febrero de 2015.

#### **9.4- Legislación.**

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. (BOE 29 de julio de 1998).

Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera.

Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores. (BOE 27 de marzo de 1989).

Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones. (BOE 27 de diciembre de 1991).

Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de Crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero, en materia de establecimientos financieros de crédito. (BOE 15 de abril de 1994).

Directiva 96/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de marzo de 1996, por la que se modifica la Directiva 89/647/CEE en lo que se refiere al reconocimiento por las autoridades competentes de la compensación contractual.

Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. (BOE 31 de diciembre de 1997).

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. (BOE 17 de noviembre de 1998).

Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.

Ley 41/1999, de 13 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores. (BOE 13 de noviembre de 1999).

Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social. (BOE 30 de diciembre de 2000).

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. (BOE 21 de noviembre de 2002).

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. (BOE 1 de septiembre de 2003).

Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (BOE 14 de marzo de 2005).

Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

INFORME DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO  
Informe de evaluación de la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera (2002/47/CE). Bruselas, 20.12.2006.

Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, y el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo. (BOE 12 de abril de 2011).

Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. (BOE 25 de junio de 2011).

Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012.

Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. (BOE 9 de marzo de 2014).

Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. (BOE 27 de junio de 2014).

Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. (BOE 1 de octubre de 2014).

Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal. (BOE 6 de septiembre de 2014).

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. (BOE 25 de junio de 2015).

Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal. (BOE 26 de mayo de 2015).

Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. (BOE 19 de junio de 2015).

Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (BOE 7 de mayo de 2020).