

## DEL NETTING A LAS GARANTÍAS FINANCIERAS

Fernando Zunzunegui\*

*Cada día se crean nuevos instrumentos para promover los créditos bancarios, limitando los riesgos propios de este tipo de operación, y buscando tornarlos más eficientes. En este contexto, encontramos el llamado netting, un tipo de garantía financiera que basándose en un proceso de compensación pretende proteger los derechos del acreedor.*

*Este interesante y actual concepto es lo que da origen al siguiente artículo, en el cual el autor explora todos los aspectos y posibles efectos del netting, con el fin de ilustrar su importancia y aplicación en el mercado español.*

\* Doctor en Derecho y licenciado en Derecho y Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Asesor de la Unión Europea en materia financiera. Profesor de Derecho bancario y bursátil en la Universidad Carlos III de Madrid.

## 1. ANTECEDENTES Y DERECHO APLICABLE

El mecanismo de *netting* no es otra cosa que un proceso de compensación convencional de obligaciones recíprocas entre dos o más partes, generalmente bancos, que permite calcular el importe neto a pagar de una parte a otra, el denominado saldo neto, cuando se dan las circunstancias establecidas en el propio acuerdo de compensación<sup>1</sup>. Son los denominados mecanismos de compensación interbancaria que desde hace décadas, sino siglos, se practican en las relaciones interbancarias.

El acuerdo de *netting* se caracteriza, por un lado, en la indivisibilidad de las operaciones cubiertas por el acuerdo, y, de otro, por la existencia de condiciones resolutorias expresas con virtualidad para provocar la resolución anticipada de los contratos celebrados al amparo del acuerdo cuando sobreviene el supuesto de insolvencia u otro tipo de incumplimiento pactado en la convención (*event of default/termination event*). De la misma manera, además de reducir los flujos de pagos, permite reducir el riesgo de crédito y de liquidez de los operadores, dado que estos riesgos se reducen, a saber, de los importes brutos comprometidos a los importes netos que resulten de aplicar los acuerdos de compensación.

Estos acuerdos pasan a estar de actualidad cuando las asociaciones de banqueros, particularmente la International Swaps and Derivatives Association (en adelante, ISDA), asociación que agrupa a las principales entidades financieras que operan en los mercados internacionales, recomiendan y consiguen a través de diversos medios una armonización internacional de este tipo de acuerdos. En primer lugar, a través de contratos marco locales cuya adecuación a los estándares de la ISDA era verificada mediante dictámenes de firmas internacionales; después, con intervención

legislativa cuando ésta resultaba necesaria para asegurar la efectividad de los acuerdos de *netting*<sup>2</sup>.

Hay que reconocer que en el tráfico financiero entre profesionales es frecuente utilizar contratos marco elaborados por asociaciones internacionales de participantes en el mercado. Precisamente, los más conocidos son los elaborados por la ISDA, que cuentan con adaptaciones a diversos ordenamientos nacionales. Si bien la disciplina contenida en los modelos ISDA, los denominados *master agreements*, está elaborada para operar en sistemas jurídicos distintos a los del *civil law*, ya que responde a las categorías propias de los ordenamientos anglosajones del *common law*, no se excluye la posibilidad de adaptar el contenido del contrato marco a la legislación nacional de quienes los utilizan.

Este desarrollo profesional, que responde al dinamismo que en la actualidad mantiene la *lex mercatoria*, permite contratar garantías mobiliarias con seguridad y rapidez a través de las reglas elaboradas por los propios empresarios, y, por otro lado, también permite resolver los conflictos que puedan plantearse en su aplicación mediante recurso al arbitraje.

Precisamente, en este movimiento de armonización, surgen como nueva categoría de garantías mobiliarias, las garantías financieras comprensivas de los acuerdos de *netting*.

La conveniencia de las garantías financieras para reforzar la eficiencia y la estabilidad del mercado financiero fueron puestas de relieve por la ISDA. Sus propuestas recibieron pronto el respaldo del Comité de Basilea, y están en el origen de la Directiva 2002/47/CE, de 6 de julio, sobre acuerdos de garantías financieras. Dicha Directiva crea un régimen simplificado y uniforme en la

<sup>1</sup> Ver sobre la noción de la figura, SIMONART, Valérie. "Le clearing et le netting, notions fondamentales". Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 121-133; DEVOS, Diego. "Le Netting en Droit Belge". Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 162-173.

<sup>2</sup> IGLESIAS, Juan Luis y José MASSAGUER "Acerca de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de *netting*". En: Revista de Derecho Mercantil 231. 1999. pp. 127-166.

<sup>3</sup> La doctrina civilista observa con prudente distancia el desarrollo de las garantías financieras (con "atento silencio" en nuestro vecino Portugal, según LEITE BORGES, Sofia. "A transposição em Portugal da directiva dos acordos de garantia financeira". Actualidad Jurídica Uría Menéndez. 13. 2006. p. 83). De larga tradición en la vida bancaria, se las ha calificado de meros instrumentos financieros que cumplen en el tráfico una función de garantía, pero sin tener la naturaleza jurídica de garantías, lo cual justificaría la falta de tratamiento en los manuales sobre garantías. Véase en este sentido: CABRILLAC, Michel y Christian MOULY. "Droit des sûretés". Séptima edición. París. 2004; quienes afirman que mecanismos bancarios como la compensación, "ils produisent un effet de sûreté, mais cet effet n'est pas de leur essence". Pero con la tipificación legal de las garantías financieras como nueva categoría de garantías reales que se añade a las enumeradas en el Código Civil, ya no hay excusa para marginar su tratamiento doctrinal. No es "promiscuo", sino una necesidad, tratar las garantías financieras de forma sistemática como principal garantía real de la economía financiera (véanse las disculpas de Ángel Carrasco, en el prólogo a la obra: CARRASCO Ángel; CORDERO, Encarna y Manuel Jesús MARÍN. "Tratado de derechos de garantía". Navarra: Cizur Menor. 2002. p. 60-61; donde manifiesta no querer abundar en las particularidades de fenómenos propios del mercado financiero).

Unión Europea para la constitución, validez y eficacia de las garantías financieras, sin afectar a la certeza de las relaciones jurídicas.

Las garantías financieras son un nuevo tipo de garantías reales sobre instrumentos financieros o efectivo en cuenta destinadas a garantizar el cumplimiento de obligaciones financieras. No son un mero mecanismo con funciones de garantía<sup>3</sup>.

Este tipo de garantías suministra a las entidades financieras acreedoras una cobertura segura y eficiente, sometida al simple acuerdo de voluntades. Pero también tiene ventajas para los deudores, pues les facilita el acceso al crédito en mejores condiciones. De ahí la tendencia hacia su uso generalizado más allá de las previsiones iniciales de limitar su aplicación a las relaciones interbancarias.

En España se regulan en el capítulo segundo del Real Decreto Ley 5/2005, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, que además de transponer la Directiva 2002/47/CE, ha pretendido ordenar y sistematizar las dispersas garantías bancarias y financieras<sup>4</sup>. De este modo se reagrupan en una misma norma el conjunto de las garantías financieras, derogando las disposiciones adicionales sexta (prendas de valores anotados), décima (sobre acuerdos de compensación contractual *-netting-*) y duodécima (sobre operaciones dobles y con pacto de recompra) de la Ley 37/1998, de Reforma del Mercado de Valores, y el artículo 68 de la Ley 14/2000 (relativo a las garantías constituidas para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del proceso de distribución de monedas y billetes en euros). Las garantías financieras son, por lo tanto, garantías nominadas y típicas, de conformidad con el régimen legal contenido en el Real Decreto Ley 5/2005. Esta norma regula las

garantías financieras desde el momento de su constitución al de su ejecución, incluyendo la regulación de sus efectos ante la apertura de procedimientos concursales.

Desde el punto de vista del Derecho Internacional, y de conformidad con lo dispuesto en la Directiva 2002/47/CE, la norma de transposición recoge una importante norma de conflicto. Las garantías financieras sobre valores anotados se regirán por la ley del Estado en que se sitúe la cuenta en la que se inscriba la garantía a favor del beneficiario. Por ejemplo, a las garantías sobre valores anotados a través del sistema de registro de Iberclear<sup>1</sup> les resultará aplicable la ley material española. Será, por tanto, la ley española la que se aplique en estos casos para determinar todo lo relacionado con la naturaleza y efectos de la garantía como, por ejemplo, los relativos a la propiedad de los valores dados en garantía, los requisitos necesarios para formalizar la garantía, el rango o preferencias de derechos sobre los valores dados en garantía y el procedimiento para la ejecución de la garantía. Hay que advertir que las garantías financieras que constituyan inversores españoles sobre valores anotados a través de sistemas situados en otros Estados miembros se regirán por la ley de dicho Estado.

A través de esta norma de conflicto se viene a aplicar el Derecho del país de origen del sistema de registro de los valores, solución mantenida de forma consistente hasta la fecha en Derecho comunitario como la más apropiada para consolidar un mercado financiero único, eficiente y seguro<sup>5</sup>.

## 2. NATURALEZA JURÍDICA Y CARACTERES DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS

Las garantías financieras son garantías mobiliarias de carácter real que surgen ante la insuficiencia

<sup>4</sup> Estos objetivos, de ordenación y sistematización de las garantías financieras, quedan oscurecidos por la defectuosa técnica utilizada. Más que transponer la directiva al Derecho Interno, lo que se ha hecho a través del Real Decreto Ley 5/2005 es transcribir la Directiva, superponiéndola al régimen existente. Carece el Real Decreto Ley de precisión terminológica, utilizando indistintamente los términos "acuerdos de garantías financieras", "operaciones de garantía financiera" o "garantías financieras", entrecruzando estos conceptos con el de "acuerdos de compensación contractual financieros". Este escaso rigor terminológico se justifica por la dificultad de transponer al derecho español una directiva inspirada en los contratos ISDA. Estos contratos recogen prácticas bancarias internacionales acogidas por los ordenamientos anglosajones, de muy difícil importación a los ordenamientos europeos continentales. Estas dificultades no son sólo del Derecho español, también han surgido en la incorporación de la Directiva en otros ordenamientos nacionales (Véase, en Derecho portugués, el Decreto Ley 105/2004, del 8 de mayo, comentado por LEITE BORGES, Sofia. Op.cit. pp. 83-86.). El Real Decreto Ley 5/2005, ha sido convalidado por Acuerdo del Congreso de los Diputados del 7 de abril de 2005.

<sup>1</sup> Nota del editor: Iberclear es el Depositario central de valores español.

<sup>5</sup> Según el artículo 4, relativo a la conexión principal, de la Convención de la Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario, del 5 de julio de 2006, la ley aplicable "será la ley en vigor en el Estado expresamente designado en el contrato de cuenta como aquel Estado cuya ley rige el contrato de cuenta", en lugar de la ley del Estado en que se sitúe la cuenta establecido como criterio general en las directivas comunitarias. Además, hay que señalar que la Comisión Europea en declaración, también del 5 de julio de 2006, ha recomendado a la Comunidad Europea y a sus Estados Miembros firmar la convención, con la consiguiente modificación de las directivas que se apartan del criterio de que la ley aplicable sea la ley del Estado designado en el contrato de cuenta. Véase: ROGERS, James. "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries". Boston College Law School Research Paper 80. Cornell International Law Journal. 2006.

de las garantías tradicionales tipificadas en el Código Civil para atender a las necesidades de cobertura del mercado financiero. Son garantías especiales de naturaleza real que permiten a los acreedores, habitualmente las entidades financieras beneficiarias, a través del contrato de garantía, disfrutar de una posición privilegiada frente a los demás acreedores de Derecho común.

Son garantías fiduciarias en las que, mediante la transmisión temporal de la propiedad del bien dado en garantía o con su entrega en prenda, con los derechos de uso y disposición que hayan podido pactar las partes, se constituye como una garantía eficaz a favor de la entidad financiera. La cobertura se realiza a través de un patrimonio de afectación.

Con independencia de sus modalidades, lo que da unidad a la figura es la función a la que se destina, a saber, la cobertura de los derechos de crédito de las entidades financieras. Precisamente, el apelativo de "financieras" se refiere a esta función de cobertura de obligaciones financieras por parte de los deudores de las mismas, en favor de las entidades financieras acreedoras<sup>6</sup>.

Como contratos financieros, deben interpretarse atendiendo a los principios de eficiencia, estabilidad y transparencia propios del Derecho del Mercado Financiero. En aras a la eficiencia, simplifican las formalidades de constitución y ejecución de las garantías tradicionales. A su vez, la estabilidad de las entidades financieras y de los sistemas de pagos y liquidación se refuerzan a través de las mismas, al ofrecer una cobertura segura que reposa en la alienación fiduciaria de los bienes dados en garantía. Por lo demás, su funcionamiento se hace depender de los acuerdos de garantía suscritos entre las partes, en los que se debe precisar con claridad el alcance de la garantía.

### 3. OBLIGACIONES GARANTIZADAS

Pueden ser objeto de cobertura por una garantía financiera "obligaciones financieras principales", entendiéndose por tales aquellas que dan derecho a un pago en efectivo (obligaciones pecuniarias) o a la entrega de instrumentos financieros (obligaciones mobiliarias).

Se pueden garantizar todo tipo de obligaciones presentes y futuras con el fin de comprender la diversidad de obligaciones que genera la ingeniería financiera. Así, se pueden garantizar obligaciones presentes en sus diversas modalidades, ya sean puras o condicionales, de ejecución instantánea o de duración, y dentro de estas últimas, con independencia del carácter continuado o periódico de la prestación. También se pueden garantizar obligaciones futuras, cuyo importe no sea aún conocido (véase, para la fianza, artículo 1825 del Código Civil). En estos casos, la efectividad de la garantía requerirá que la obligación garantizada llegue a existir.

### 4. MODALIDADES

Las garantías financieras pueden constituirse mediante prenda o mediante la transmisión de la propiedad en función de garantía.

El acuerdo de garantía pignoratícia consiste, según dice la ley especial, en la aportación de la garantía de conformidad con el régimen para la prenda en los artículos 1857 y siguientes del Código Civil, con las particularidades recogidas en la ley especial. Esta remisión puede resultar engañosa, pues las modificaciones introducidas por la ley especial son de tal alcance que no puede hablarse sino de un subtipo de prenda con fisonomía propia que converge, como habremos de ver, con la modalidad de transmisión de la propiedad en función de garantía.

A su vez, en el acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad, el garante transmite la plena propiedad del bien objeto de la garantía a un beneficiario a los efectos de garantizar o dar otro tipo de cobertura a las obligaciones financieras principales. Es una alienación fiduciaria en función de garantía. Tienen esta consideración las operaciones dobles o con pacto de recompra. Se reconoce así, a través de esta modalidad de garantía financiera, una figura típica de alienación fiduciaria en garantía. Es un supuesto de fiducia *cum creditote* en la que se transmite la propiedad al acreedor con carácter temporal. El contrato de garantía financiera, con la consiguiente entrega de los instrumentos financieros al acreedor, habitualmente mediante transferencia contable,

<sup>6</sup> Como pone de relieve la exposición de motivos del Decreto Ley 105/2004, de transposición de la Directiva al ordenamiento portugués, son garantías "financieras" por tener como prestador o beneficiario de la garantía a grosso modo una entidad financiera, por la naturaleza del bien susceptible de ser objeto de la garantía (instrumentos financieros o dinero en cuenta) y por la naturaleza de las obligaciones que pueden ser garantizadas, obligaciones cuya prestación debe consistir en un pago dinerario o en la entrega de instrumentos financieros.

constituyen un título y modo hábil para la citada transmisión de la propiedad<sup>7</sup>.

## 5. SUJETOS

Son partes del contrato el garante, dador de la garantía, y el acreedor, que podrá ser beneficiario de la garantía o haber designado en el contrato a un tercero como beneficiario.

En las garantías financieras debe intervenir siempre una entidad financiera, entidad pública, incluidos los bancos centrales y determinados organismos internacionales, u organismo rector del mercado o sociedades que gestionen sistemas de pago y liquidación de valores. Si bien no se exige explícitamente que el acreedor deba ser siempre una de estas entidades, lo habitual es que se constituyan en garantía de obligaciones de entidades financieras<sup>8</sup>.

Aunque no lo mencione expresamente la ley, el régimen de las garantías financieras es un régimen privilegiado, nacido para proteger a las entidades financieras acreedoras frente al concurso del deudor, en perjuicio de los acreedores de Derecho común. Las garantías financieras son garantías que simplifican el régimen legal de la prenda a favor de la entidad financiera acreedora (o de los sistemas de pago y liquidación de valores u otras infraestructuras del mercado financiero). Las razones que justifican el "pacto de liquidez" bien pueden servir para justificar la constitucionalidad de las garantías financieras. Aplicando esta doctrina, las garantías financieras no vulnerarían el principio de igualdad del artículo 14 de la Constitución por la imperiosa necesidad de mantener la solvencia de las entidades financieras,

en las que "los incumplimientos de los deudores típicos tienen mucha mayor importancia que para otro tipo de empresas"<sup>9</sup>.

Respecto a la contraparte, aunque fueron pensadas para dar cobertura a las operaciones interbancarias, la Directiva permite extender su ámbito a las operaciones con empresas no financieras<sup>10</sup>. En algunos Estados miembros, como Bélgica, la transposición de la Directiva se ha aprovechado para ofrecer una regulación general de las garantías financieras, aplicable a todo tipo de garantes, incluidas las personas físicas. El Banco Central Europeo se ha mostrado partidario de la extensión del ámbito subjetivo de las garantías financieras a las personas físicas (véase Aparte 4 CON/2004/27). Se ha considerado que discriminar entre determinados sujetos puede suponer una restricción del acceso al crédito. Por ejemplo, la no inclusión de las pequeñas y medianas empresas en el ámbito de aplicación de las garantías financieras, podría encarecer el crédito a estas empresas y discriminarlas frente a las condiciones más favorables que podrían obtener las entidades que pudieran recurrir a este tipo de coberturas.

La ley española, en una posición intermedia, extiende la aplicación a cualquier persona jurídica, quedando excluidas las personas físicas, salvo que se trate de acuerdos de compensación contractual o acuerdos de garantías a favor de organismos rectores del mercado o sociedades que gestionen sistemas de pago y liquidación de valores. De tal modo, las normas de ordenación de los mercados secundarios pueden prever acuerdos de garantía en los que la contraparte sea una persona física. Además, siempre que un acuerdo de garantía financiera se realice en el marco de un acuerdo de

<sup>7</sup> Esta tipificación legal de las garantías financieras con cambio de titularidad, exige una revisión de la doctrina sobre la transmisión de propiedad en garantía en el Derecho español. Para un estado de la cuestión véase el capítulo 32, sobre la transmisión de propiedad en garantía, de CARRASCO, Ángel; CORDERO, Encarna y Manuel Jesús MARÍN. Op. cit. pp. 1057-1071.

<sup>8</sup> Luego, aunque pensadas en la práctica para garantizar los créditos de las entidades financieras por parte de terceros deudores de las mismas, bien podrían, en teoría, ser suscritas por entidades financieras para garantizar sus obligaciones frente a otros empresarios acreedores de las mismas.

<sup>9</sup> A la banca no le basta con probar la existencia del crédito, está también interesada en la ejecución inmediata del patrimonio del cliente incumplidor. Por esta razón, suele incluir en sus contratos de crédito el denominado "pacto de liquidez", que abre la vía al procedimiento ejecutivo conforme a lo dispuesto en la legislación procesal, procedimiento que da un valor jurídico especial a la contabilidad de las entidades de crédito. El artículo 572.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil regula la "ejecución por saldo de operaciones", siendo el artículo 573 el que indica los documentos que han de acompañarse a la "demanda ejecutiva por saldo de cuenta". Para el Tribunal Constitucional el pacto de liquidez supone una desigualdad razonable y proporcionada, en relación con los demás empresarios que no gozan de este privilegio para cobrar sus créditos, que no resulta contraria al artículo 14 de la Constitución (SSTC 14/1992 y 141/1995). Se justifica por la imperiosa necesidad de que las entidades de crédito mantengan la confianza del público y una solvencia acreditada que es esencial en la intermediación financiera, en la que los incumplimientos de los deudores típicos tienen mucha mayor importancia que para otro tipo de empresas. Véase por todos: DIAZ BARCO, Fernando y María de los Ángeles VELAZQUEZ. "El juicio ejecutivo derivado de operaciones bancaria". Segunda edición. Navarra: Cizur Menor, 2002; GÓMEZ DE LIANA'DO DIEGO, Rosa. "Ejecución de créditos derivados de contratos bancarios". Oviedo. 1998; MOXICA ROMÁN, José y Gloria MOXICA PRUNEDA. "Las pólizas Bancarias. Ejecución, oposición y prelación (Análisis de doctrina y jurisprudencia. Formularios)". Pamplona. 1997.

<sup>10</sup> El artículo 1.3 de la Directiva contiene una cláusula de *opting out*, según la cual los Estados miembros pueden excluir del ámbito de aplicación de la Directiva a las personas jurídicas distintas de las entidades financieras enumeradas, facultad que no se ha utilizado en la norma de transposición al Derecho interno español.

compensación contractual, cabe que una de las partes –hay que suponer que habitualmente será el deudor– pueda ser una persona física. Es un sistema abierto que mediante el uso de acuerdos de compensación contractual puede extender el uso de las garantías financieras a todo tipo de clientes e inversores, incluidas las personas físicas.

## 6. OBJETO

El objeto natural de las garantías financieras son los activos financieros anotados en cuenta, ya sea efectivo abonado en cuenta o instrumentos financieros representados por medio de anotaciones<sup>11</sup>. Aunque la redacción del artículo 7 de la norma reguladora permita considerar que también pueden ser objeto de las garantías financieras los valores representados mediante títulos en papel, su importancia práctica será residual por las ventajas que ofrecen para los acreedores los instrumentos cotizados, forzosamente representados por anotaciones en cuenta. De tal modo que lo que se dan habitualmente en garantía son saldos de activos escriturales, dinero bancario o instrumentos anotados. Respecto al “efectivo”, queda comprendido el dinero abonado en cuenta en cualquier divisa, quedando excluido el dinero fiduciario de curso legal, es decir, las monedas y billetes en euros. Respecto a los instrumentos financieros que pueden ser objeto de las garantías, quedan comprendidos los valores negociables y los demás instrumentos definidos en el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores, y todo derecho directo o indirecto sobre ellos. Con esta fórmula abierta se quiere extender el objeto de las garantías a todo activo financiero que constituya un derecho sobre instrumentos financieros.

## 7. FORMA

### 7.1. Contratos marco

Las garantías financieras habitualmente se integran en acuerdos de garantía financiera en el marco de los cuales se formalizan las concretas garantías sobre determinados bienes. El régimen especial se aplica tanto a las garantías como a los contratos marcos en que se integran. Como una modalidad más del acuerdo marco de garantía

financiera, la ley incluye a los acuerdos de compensación contractual, a los que también les resulta de aplicación el régimen especial.

Los acuerdos de garantía financiera pueden resultar de la autonomía de la voluntad, pero también venir impuestos por las normas de ordenación y disciplina de los mercados secundarios, como ocurre con las que regulan los sistemas de liquidación de valores (véase artículo 44 *bis*. 8 de la Ley de Mercado de Valores, en relación con Iberclear, cuya aplicación se extiende a las entidades de contrapartida central según dice el artículo 44 *ter*. 4 de la Ley de Mercado de Valores, y el artículo 59.9 para Mercado Oficial Español de Opciones y Futuros Financieros (MEFF)).

La Disposición Adicional décima, de la Ley 37/1998, del 16 de noviembre, estableció un régimen especial para las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual, es decir, a los acuerdos de *netting*. El Real Decreto Ley 5/2005 deroga dicha disposición, dando nueva redacción a los requisitos que deben reunir los acuerdos de compensación contractual para resultarles de aplicación el régimen de las garantías financieras. El acuerdo debe prever la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones financieras incluidas en el mismo y, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tengan derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones, calculado conforme a lo establecido en el acuerdo. A estos efectos, se consideran operaciones financieras los propios acuerdos de garantía financiera y las cesiones en garantía vinculadas al acuerdo; los préstamos de valores, las operaciones sobre instrumentos financieros y las operaciones dobles y con pacto de recompra.

### 7.2. Constitución de las garantías

La adopción de los acuerdos de garantía financiera tan sólo requiere que consten por escrito, incluido el soporte electrónico, “sin que pueda exigirse ninguna otra formalidad para su constitución, validez, eficacia frente a terceros, ejecutabilidad

<sup>11</sup> El legislador español ha optado por no hacer uso de la facultad, incluida en el artículo 1.4.b) de la Directiva 2002/47/CE, de excluir del ámbito de aplicación las garantías financieras consistentes en acciones propias del garante, en los términos establecidos en el citado precepto.

o admisibilidad como prueba". Se incluye esta manifestación para dar seguridad y facilitar el abandono de la cultura de acudir al notario para constituir garantías mobiliarias. Se quiere ayudar a superar la perplejidad que en los juristas tradicionales surge ante este nuevo régimen de garantías.

La constitución de la garantía que se realice de conformidad con el acuerdo marco también debe constar por escrito, además de venir acompañada de la aportación del bien que se da en garantía, de modo que éste quede bajo el control del beneficiario. Tratándose de instrumentos anotados, la entrega tendrá lugar mediante inscripción de la garantía en el registro contable. Dependiendo de la modalidad del sistema contable se inscribirá al nuevo titular del instrumento o la pignoración del mismo.

A su vez, la entrega de fondos anotados en cuenta tendrá lugar mediante transferencia a la cuenta designada al efecto o mediante simple inscripción de la garantía en la cuenta del garante.

Cuando se trate de garantías a favor de organismos rectores de mercados secundarios o sistemas de pago o liquidación de valores, la constitución de la garantía podrá realizarse mediante manifestación unilateral del titular del bien objeto de la garantía.

### 7.3. Régimen de Iberclear

La Sociedad de Sistemas Iberclear, en desarrollo del mandato recogido en la disposición adicional quinta del Real Decreto Ley 5/2005, ha desarrollado, por circular del 24 de mayo de 2005, el régimen aplicable a la constitución de garantías financieras cuando el objeto de la garantía sean valores incorporados a sus sistemas de registro. Distingue Iberclear, en su circular, entre la constitución de garantías con transmisión de la propiedad y la constitución de garantías pignoraticias.

La constitución de garantías con transmisión de la propiedad conlleva "la inscripción en el registro contable de las transferencias contables necesarias para que los valores objeto de la garantía queden anotados bajo la titularidad que corresponda". La constitución debe ser comunicada a Iberclear.

A su vez, la inscripción de las garantías pignoraticias corresponde a Iberclear cuando afecten a valores propios de las entidades participantes y a las entidades participantes respecto de valores que, por ser de terceros,

consten inscritos en los registros de detalle de dichas entidades.

La inscripción de la garantía pignoraticia por parte de Iberclear tendrá lugar a petición de la entidad participante titular de los valores que se pignoran. Una vez inscrita la garantía, Iberclear debe expedir un certificado acreditativo de la inscripción de la constitución de la garantía para su entrega, a través de la entidad participante, al beneficiario.

La cancelación de la garantía pignoraticia por parte de Iberclear procederá a solicitud de la entidad participante titular de los valores pignorados, en la que conste el consentimiento del beneficiario.

### 7.4. Garantías de operaciones de política monetaria

Hay un régimen especial aplicable a la constitución y el ejercicio de las garantías constituidas a favor del Banco de España con ocasión de operaciones de política monetaria (véase disposición adicional 6.a de la Ley de Autonomía del Banco de España, incorporada por la Ley 44/2002, y modificada por el Real Decreto Ley 5/2005). Utiliza un concepto amplio de garantía, que incluye cualquier negocio jurídico que recaiga sobre cualquier activo realizable y que tenga por finalidad asegurar los derechos y obligaciones derivados de cualquier operación presente o futura concluida con el Banco de España, el Banco Central Europeo u otro banco central nacional de la Unión Europea. Incluye la afectación como garantía de préstamos no hipotecarios. Su constitución no requerirá para su plena validez y eficacia frente a terceros la intervención de notario ni ningún otro requisito formal, salvo que dicha constitución deberá constar por escrito y ser inscrita en el registro correspondiente por la entidad encargada del mismo. Para su ejecución bastará con la certificación expedida por el Banco de España o del banco central que corresponda, acreditativa de la cuantía de los importes vencidos, líquidos y exigibles que se ejecutan, junto con la copia del documento de constitución de la garantía.

## 8. CONTENIDO

La garantía financiera, una vez constituida, garantiza el cumplimiento de las obligaciones financieras objeto de cobertura en los términos pactados en el acuerdo inicial.

Desde la constitución de la garantía hasta que tenga lugar el presupuesto de ejecución o se cancele aquélla, los activos dados en garantía quedan bajo el control del acreedor o del tercero

designado como beneficiario. La naturaleza de dicho control depende de la modalidad de la garantía. En las garantías con entrega de la propiedad, el beneficiario tiene el dominio como propietario del bien dado en garantía. A su vez, en las garantías pignoraticias, de conformidad con el régimen de la prenda del Código Civil, el beneficiario tendrá derecho a poseer la cosa pignorada, aun cuando el garante continúe siendo dueño de la misma, si bien no podrá hacer uso de ésta.

Pero la especificidad de las garantías financieras pignoraticias surge de la previsión de un derecho de disposición, que puede ser incluido en el acuerdo de garantía. La existencia de este derecho y su efectividad hace converger la garantía pignoraticia con la garantía con transmisión de la propiedad. El acreedor pignoraticio que bajo el nuevo régimen puede disponer de los instrumentos dados en garantía pasa a ocupar una posición muy cercana a la del propietario. Es un sistema flexible, en el que también se puede pactar un derecho de sustitución del bien pignorado por parte del deudor.

### 8.1. Derecho de disposición

En las garantías financieras pignoraticias puede pactarse que el beneficiario tenga un derecho de disposición sobre los instrumentos pignorados. Este derecho de disposición se circunscribe a las garantías financieras que adopten la forma de prenda. En las garantías que se realicen mediante la transmisión de la propiedad del bien que se da en garantía, el derecho de utilización es algo natural, al quedar comprendido en las facultades de quien adquiere la propiedad del bien.

La Directiva justifica la atribución del derecho de utilización por aumentar la liquidez de los mercados gracias a la reutilización de los valores pignorados. En el Derecho estadounidense, que ha servido de inspiración a la nueva normativa, el derecho de uso está codificado<sup>12</sup>.

Según lo pactado, el beneficiario podrá hacer uso o disponer de los instrumentos dados en garantía, con la obligación de restitución de un objeto equivalente en la fecha de vencimiento de la obligación garantizada. Se considera que un instrumento tiene un valor equivalente al dado en garantía cuando sean instrumentos del mismo emisor, naturaleza, valor nominal y divisa.

Según el régimen bursátil general, los valores pignorados deben ser objeto de desglose en la cuenta por parte de la entidad encargada de la llevanza, y los valores afectados por desgloses no podrán ser objeto de negociación (véanse artículos 31 y 39 Real Decreto 116/1992). Con el régimen especial, cuando así se haya previsto en el acuerdo de garantía financiera pignoraticia, el beneficiario podrá hacer uso y disponer como si fuera titular de los valores. El beneficiario de la garantía financiera pignoraticia puede disponer de los valores sin sujeción a los presupuestos y al procedimiento previsto para la ejecución de préstamos con garantía de valores en el artículo 322 del Código de Comercio.

Asimismo, podrá pactarse la compensación del valor del objeto equivalente con las obligaciones que mantenga el garante frente al beneficiario o que el beneficiario aplique su importe al cumplimiento de las obligaciones garantizadas. Las garantías financieras se contemplan como universalidad, de tal modo que se considera que el instrumento aportado como equivalente ha sido aportado en el momento inicial de constitución de la garantía.

### 8.2. Derecho de sustitución

Frente a la prenda tradicional, en los acuerdos de garantía financiera podrá pactarse que el garante tenga un derecho de sustitución del bien dado en garantía, que consiste en poder hacer uso del bien, con obligación de aportar "objeto de valor equivalente" que sustituya al inicial.

### 8.3. Garantías complementarias

En las garantías financieras podrá pactarse que el valor de los instrumentos dados en garantía mantenga una proporción en relación con el valor de la obligación garantizada. Por ejemplo, que el valor de las acciones dadas en garantía sea superior al 125% del valor del préstamo garantizado, de tal modo que cuando se supere el margen previsto, en nuestro ejemplo, las acciones se deprecien hasta dejar de representar un valor superior al 125% del valor del préstamo, quede obligado el garante a aportar activos hasta alcanzar el equilibrio pactado. Es un supuesto de "llamada al margen" muy habitual en las garantías financieras, también presente en los préstamos con garantía de valores.

<sup>12</sup> Según § 9-207(c)(3) del Uniform Commercial Code: "a secured party having possession of collateral or control of collateral (...) may create a security interest in the collateral".

También en estos casos rige el principio de universalidad de las garantías financieras, de tal modo que los activos dados como garantías complementarias para cubrir el margen pactado serán tratados como si hubieran sido aportados en el momento en el que se aportaron los activos iniciales.

## 9. EJECUCIÓN

### 9.1. Presupuesto y modalidades

La ley especial otorga un poder al acreedor, o tercero designado como beneficiario, para que cuando considere que se ha producido un supuesto de ejecución, pueda vender o traspasar a su cuenta los valores o disponer del efectivo mediante traspaso a su cuenta. El presupuesto de ejecución de la garantía financiera es el incumplimiento del deudor o la producción del supuesto equivalente al incumplimiento pactado en el acuerdo de garantía. Pueden, por lo tanto, pactarse hechos concretos que en caso de producirse permitan al acreedor ejecutar la garantía o liquidar por compensación anticipada.

Con arreglo a la cláusula de compensación por liquidación anticipada, el vencimiento de las obligaciones de las partes se anticipa produciendo el efecto de hacer surgir una obligación de pago idéntica al saldo resultante de la compensación, que la ley califica de “suma neta global”.

La ejecución de la garantía financiera no se condiciona a un procedimiento judicial, ni se condiciona a otras formalidades que las previstas en el contrato de garantía. No requiere, salvo pacto en contrario, notificación previa al deudor, ni aprobación judicial, ni subasta pública, ni período de espera adicional que pudieran ser exigidos de conformidad con el régimen tradicional de la prenda.

La modalidad de ejecución dependerá de la naturaleza de los activos dados en garantía. Si se trata de instrumentos financieros, el beneficiario podrá ejecutar la garantía ordenando la venta o mediante simple apropiación. Si bien en protección del deudor y de los terceros acreedores del deudor la apropiación de los instrumentos dados en garantía exige haber previsto en el contrato las modalidades de valoración que, en cualquier caso, deberán respetar los principios generales del buena fe y equidad, no resulta de aplicación la prohibición del pacto comisorio que, para las prendas tradicionales, establece el artículo 1859 del Código Civil.

Si el activo dado en garantía es efectivo en cuenta, el acreedor podrá compensar su importe o transferirlo a su cuenta en pago de las obligaciones principales.

### 9.2. Procedimiento de ejecución de las garantías pignoraticias

Cuando se produzca el supuesto de incumplimiento pactado en el acuerdo de garantía, el acreedor podrá proceder a realizar las operaciones de liquidación de las obligaciones principales y las de ejecución de la garantía.

Una vez dado el supuesto de incumplimiento, el acreedor queda facultado para ordenar el traspaso de los instrumentos pignorados desde la cuenta del garante a la suya propia o para ordenar su enajenación. La orden de traspaso o de enajenación debe adoptar la forma de requerimiento a la entidad encargada de la llevanza de la cuenta. En dicho requerimiento se debe recoger la manifestación del acreedor de haberse producido el hecho determinante del incumplimiento y que, de conformidad con el acuerdo de garantía, se ha procedido al vencimiento de las obligaciones principales y a la liquidación del acuerdo según lo pactado. La entidad encargada de la llevanza de los instrumentos pignorados, tras recibir el requerimiento y comprobar la identidad del acreedor y su capacidad para efectuar el requerimiento, procederá a transferir los valores o, en caso de requerirse la venta de instrumentos cotizados, adoptará las medidas necesarias para enajenar los instrumentos a través de un miembro del correspondiente mercado, en el mismo día o, de no ser posible, al día siguiente.

El requerimiento del acreedor relativo a la ejecución de la garantía debe hacer referencia al acuerdo de garantía y a su fecha, identificando a las partes, a la entidad encargada de la llevanza de la cuenta en que hayan quedado inscrita la garantía, con manifestación de haberse producido un supuesto de incumplimiento y orden de traspaso o enajenación de los instrumentos.

La transferencia de los instrumentos deberá realizarse de conformidad con las normas que regulen el sistema de registro al que estén incorporados los valores.

Para los valores cotizados en bolsa o en el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), Iberclear ha regulado en su Circular del 24 de junio de 2005, el procedimiento

de ejecución de las garantías pignoraticias. Corresponde a Iberclear atender el requerimiento del beneficiario cuando la garantía conste inscrita en la cuenta propia de la entidad participante y a las entidades participantes cuando la garantía conste inscrita en los registros de detalle.

### 9.3. Salvaguarda de los intereses del deudor y de terceros

La liquidación por compensación de las garantías debe llevarse a cabo valorando los instrumentos dados en garantía y las obligaciones garantizadas de una "manera comercialmente correcta", estándar de valoración que la jurisprudencia irá llenando de contenido, como concepto jurídico indeterminado. Esta fórmula de valoración también se aplica al ejercicio de los derechos de sustitución o disposición y a la aportación de garantías complementarias.

Las valoraciones habrán de ajustarse, en su caso, al valor de mercado de los instrumentos dados en garantía en el momento que se ejecute ésta. Todo ello, sin perjuicio de lo pactado en el contrato de garantía.

## 10. EFECTOS DE LAS MEDIDAS DE SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN

Las garantías financieras gozan de un régimen privilegiado en relación con las medidas de saneamiento y liquidación. A estos efectos, se considera "medida de saneamiento" la apertura del concurso en los términos previstos en la Ley Concursal, y "medida de liquidación" la apertura de la fase de liquidación de conformidad con lo establecido en la citada Ley Concursal. También se consideran medidas de saneamiento y liquidación las de carácter administrativo, como las de intervención previstas para las entidades financieras en la legislación sectorial, entre las que destacan para las entidades de crédito las del Título III de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y del artículo 57 de la LOB, para las empresas de servicios de inversión las de los artículos 74.5 y 107 de la Ley de Mercado de Valores; y para las sociedades gestoras y de inversión colectiva, las del Capítulo III del Título sexto de la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

En las garantías financieras rige el principio de inmunidad de las garantías financieras frente a los efectos de las medidas de saneamiento y liquidación. En este sentido, no se verán afectadas por la adopción de medidas de saneamiento y liquidación, y podrán, por lo tanto, ejecutarse de

forma separada, de acuerdo con lo pactado. Por ejemplo, la adopción de una medida de saneamiento y liquidación, como puede ser la apertura del concurso del garante, carece de efectos para declarar nula la garantía financiera formalizada con anterioridad a la adopción de la medida. Tampoco podrá pretenderse su nulidad por haber sido constituida en el período inmediatamente anterior a la adopción de la medida de saneamiento o liquidación. Incluso hay un plazo en el que se protege la garantía financiera frente a los efectos de las medidas de saneamiento y liquidación, aunque la garantía se haya formalizado con posterioridad a la adopción de la medida. Esto ocurre si en el mismo día de la adopción de la medida, pero con posterioridad a su adopción, se procediera a la formalización de la garantía. En estos casos la garantía también queda protegida, manteniendo su carácter ejecutable y vinculante frente a terceros, pero condicionado a que el beneficiario pueda probar que no tenía conocimiento, o no debía tenerlo, de la adopción de la medida.

## 11. CONCLUSIÓN

Tradicionalmente, en las relaciones interbancarias se han utilizado acuerdos de compensación contractual (*netting*) con el fin de proteger a la entidad acreedora en caso de insolvencia de la entidad deudora. Este mecanismo de garantía evoluciona dando lugar a las modernas garantías financieras, en las que los acuerdos de compensación contractual quedan configurados como una más de sus modalidades.

Las garantías financieras nacidas para proteger al deudor en las relaciones interbancarias, se generalizan para proteger al crédito bancario ante cualquier deudor, al tiempo que se favorece de este modo el acceso al crédito en mejores condiciones. Por su simplicidad, están llamadas a constituir la principal forma de garantía mobiliaria.

## BIBLIOGRAFÍA

DEVOS, Diego. "Le netting en droit belge". Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 162-173.

DÍAZ RUIZ, Emilio, y Salvador RUIZ BACHS. "Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas". En: La Ley. 6240. 2005.

DÍAZ BARCO, Fernando, y, María de los Ángeles VELÁZQUEZ MARTÍN. "El juicio ejecutivo derivado de operaciones bancarias". Segunda edición. Cizur Menor, Navarra, 2002.

- CABRILLAC, Michel y Christian MOULY. "Droit des sûretés". Sétima edición. París. 2004.
- CARRASCO, Ángel, Encarna CORDERO, y Manuel Jesús MARÍN. "Tratado de derechos de garantía". Cizur Menor, Navarra. 2002.
- FÍNEZ RATÓN, José Manuel. "Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos". Barcelona. 1994.
- GÓMEZ DE LIAÑO DIEGO, Rosa. "Ejecución de créditos derivados de contratos bancarios". Oviedo. 1998.
- IGLESIAS, Juan Luis, y José MASSAGUER. "Acerca de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de netting". En: Revista de Derecho Mercantil. 231. 1999. pp. 127-166.
- LEITE BORGES, Sofía. "A transposição em Portugal da directiva dos acordos de garantia financeira". En: Actualidad Jurídica Uría Menéndez 13. 2006. pp. 83-86.
- MOXICA ROMÁN, José, y Gloria MOXICA PRUNEDA. "Las pólizas bancarias. Ejecución, oposición y prelación (Análisis de doctrina y jurisprudencia. Formularios)". Pamplona. 1997.
- RIVES-LANGE, Jean Louis., y Mónica CONTAMINE-RAYNAUD. "Droit bancaire". Sexta edición. Paris. 1995. pp. 410-426.
- ROGERS, James. "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries". En: Boston College Law School Research Paper 80. Cornell International Law Journal. 2006.
- SIMONART, Valérie. "Le clearing et le netting, notions fondamentales". Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 121-133.
- VEIGA COPO, Abel. "Prenda ómnibus, prenda rotativa de acciones y garantía flotante". En: Revista de Derecho Bancario y bursátil. 82. 2001. pp. 33-72.
- ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. "La prenda de valores". En: Instituciones del Mercado Financiero VIII. pp. 5067-5111.