

Los derivados en el concurso

La racionalidad del régimen especial y las peculiaridades españolas

M^a Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

*Abstract*¹

Este trabajo investiga las implicaciones del régimen concursal especial dispensado a los derivados en el funcionamiento de los mercados financieros y en el procedimiento concursal. Y lo hace desde dos ópticas. La primera se pregunta sobre la idoneidad del régimen especial para corregir las ineficiencias de los mercados financieros —particularmente el riesgo sistémico— y llama la atención respecto de los costes sociales que a su vez origina. La otra reflexión tiene que ver con la repercusión que ha tenido en España la comercialización de los swaps de tipo de interés en el desenlace de los concursos de pequeñas empresas no financieras. Se ha modificado la normativa originaria —que era acorde con la del resto de los países de nuestro entorno— para “subsidiar” la colocación de IRS en el sector minorista a costa de los otros acreedores concursales. El resultado es un régimen singular, sin parangón en ningún otro ordenamiento.

This paper examines the special treatment of derivatives in bankruptcy and its implications in the performance of financial markets and insolvency proceedings. And it does so from two perspectives. The first one questions the ability of the special regime for derivatives to address inefficiencies in financial markets, notably systemic risk, and draws attention to some social costs which that regime, in turn, originates. The second one deals with a Spanish development: the impact that the sale of interest rate swaps (IRS) to non-financial counterparties has had in small firms' bankruptcies. The original Spanish regime dealing with derivatives' safe harbors in line with that in other developed economies has been amended twice in order to “subsidize” the placement of IRS in the retail market at the expense of other creditors in bankruptcy, essentially in response to less responsive views by Spanish Courts. The outcome of such a development is unprecedented in other jurisdictions and does not seem to be a happy one.

Title: Derivatives in bankruptcy: the rationality of the special treatment and the Spanish peculiarities

Palabras clave: concurso, derivados, riesgo sistémico, swaps de tipo de interés

Keywords: bankruptcy, derivatives, systemic risk, interest rate swaps

¹ Agradezco los comentarios y sugerencias de dos evaluadores anónimos, me han sido de gran utilidad. Así mismo, quisiera agradecer los comentarios de Fernando Gómez, Jesús Alfaro y Francisco Garcimartin, que han tenido la dedicación de leerse el trabajo y de hacerme ver lo que no les convenía. La responsabilidad por los errores que restan es solo mía, desde luego. Debo también agradecer a Natalia Butragueño y a María Gutierrez, por ayudarme a entender mejor los derivados.

Este trabajo cuenta con el soporte del Ministerio de Ciencia y Tecnología proporcionado por el proyecto dirigido por el profesor Cándido Paz-Ares, con referencia DER 2011-25237.

Sumario

1. Introducción: las facetas del problema
2. ¿Qué son los derivados? ¿Qué derivados nos interesan a estos efectos? El marco jurídico
 - 2.1. ¿Qué son las repos y los derivados?
 - 2.2. El régimen jurídico privado
 - 2.3. El régimen concursal especial
 - 2.4. ¿Proteger el sistema financiero o proteger a la industria?: El acuerdo marco de compensación
3. El coste social del régimen de excepciones concursales (los safe-harbours)
4. ¿Cómo deberían regularse los derivados en el concurso?
5. ¿Cómo racionalizar la aplicación del régimen concursal especial?
 - 5.1. *Spain is different*: el caso de los *swaps* de tipo de interés
 - 5.2. Las distorsiones de la “innovación” legislativa española en el concurso
 - 5.3. La batalla en los tribunales y la difícil posición de los jueces
 - 5.4. ¿Qué hacer?
6. Tabla de jurisprudencia citada
7. Bibliografía

1. Introducción: las facetas del problema

Es práctica habitual comenzar los trabajos académicos dando cuenta de las razones que han motivado al autor a embarcarse en el proyecto, por qué considera que el estudio que presenta es interesante, novedoso y merecedor de atención y esfuerzo. En este caso, el propósito del trabajo que nos ocupa es indagar el régimen especial de los derivados en sede concursal y analizar sus consecuencias en el sistema desde la óptica de la eficiencia. En los últimos años ha habido una avalancha de contribuciones del más alto nivel sobre los efectos de la regulación concursal de los derivados sobre la industria financiera, toda vez que el grueso de la contratación de derivados y otros instrumentos financieros se sustancia entre empresas de ese sector. Como se tendrá ocasión de comprobar, los instrumentos financieros gozan de un régimen específico en buena parte del planeta que les permite *de facto* sustraerse del concurso de la contraparte en el contrato. Esta regulación especial ha sido muy cuestionada, sobre todo a raíz del banco de pruebas que nos ha dejado la crisis financiera. Buen momento, pues, para analizar los méritos y deméritos de la regulación actual y reflexionar sobre la arquitectura del sistema financiero en el futuro.

Con todo, el objetivo inicial del trabajo se ha visto casi superado por el revuelo que han ocasionado en nuestro país una clase particular de derivados, los *swaps* de tipo de interés, y el trajín que hemos presenciado entre jueces, dentro y fuera de los tribunales, abogados que defienden sus posturas en revistas académicas, y el BOE, todo ello con las entidades financieras entre bambalinas. No puede por menos de llamar la atención la alta litigiosidad que los instrumentos financieros han experimentado en nuestro país, en relación por lo general con pequeñas empresas que entran en concurso. En términos de volumen de negocio, una gota en el océano de las transacciones de instrumentos financieros. Hay varios aspectos de la casuística que

se plantea aquí que despiertan interés. Primero, que parece ser un fenómeno genuinamente español: las disputas originadas entre nosotros no se observan en otros países con una regulación inicialmente similar a la nuestra, basada en la [Directiva 2002/47/CE, de 6 de junio, sobre los acuerdos de garantía financiera](#) (en adelante, Directiva de Garantías Financieras). Se suma a lo anterior que la litigiosidad no se circunscribe, como cabría esperar, a la industria de derivados, localizada en su mayor parte en el sistema financiero, sino que afecta de lleno al sector minorista. O, en fin, que la regulación española se haya ido modificando en paralelo al tira y afloja que han protagonizado los bancos y los tribunales, para terminar en la normativa en vigor, que amplía el régimen excepcional de los derivados hasta extremos desconocidos en otras jurisdicciones. Llama la atención que España sea diferente también a estos efectos y eso pica la curiosidad de explicarlo.

Una vez acreditado el objetivo, se suele proseguir con el planteamiento de la cuestión, es decir, se somete a consideración el método que se ha utilizado para conducir la investigación y se delimitan los márgenes del problema que se quiere estudiar. En ocasiones plantear un viejo problema de manera distinta y novedosa ya puede ser una contribución de por sí. Pues bien, a eso vamos. El punto de partida del análisis es un hecho o una constatación: la exclusión de los instrumentos financieros del régimen concursal común. Los derivados, entre otros instrumentos financieros cualificados, como las repos, están sujetos a regulación especial y son inmunes al concurso en la mayoría de los sistemas jurídicos. Los legisladores de medio mundo han excepcionado la aplicación de algunas de las reglas más relevantes del concurso para estos instrumentos financieros. El trato especial de los derivados en sede concursal respecto del resto de los acreedores —lo que en la jerga del sector se llaman “*safe harbours*”— permite que los acuerdos de compensación financiera puedan resolverse anticipadamente en caso de concurso, neteando su posición y liquidándola, naturalmente, apropiándose de las garantías, si las hubiera—, sin que las restricciones que normalmente impone el concurso les afecten—. También quedan inmunes hasta cierto punto de las acciones concursales tradicionales, como las acciones de reintegración, lo que en términos prácticos significa que las contrapartes de estos contratos financieros están legitimadas para ir actualizando las garantías *loan to value*. En España, su regulación concursal, recogida en el RDL 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, ha favorecido a estos créditos con una suerte de exención del régimen concursal, lo que convierte a las entidades financieras en este ámbito en los novísimos acreedores super-privilegiados.

Así pues, no es dudoso que estos instrumentos financieros disfrutaran de un tratamiento preferente frente a otros contratos en el concurso. La cuestión fundamental que se plantea la teoría económica y financiera es saber si este privilegio está justificado en razones de eficiencia o es simplemente una estrategia —ganadora— de *rent-seeking* por parte de estos actores².

La teoría económica del concurso de la empresa nos brinda el instrumental preciso para analizar los márgenes del problema. Desde una perspectiva teórica, dos principios básicos organizan el

² BOLTON, SANTOS and SCHEINKMAN (2011), documentan la habilidad de las entidades financieras para extraer excesivas rentas a través de los mercados de derivados OTC y atraer más talento del socialmente óptimo.

concurso. El primero es el *trade-off* entre la eficiencia *ex ante* y la eficiencia *ex post*. El segundo es el tratamiento igualitario de todos los acreedores.

El primer principio establece que en el concurso hay una tensión esencial entre su eficiencia *ex ante* y su eficiencia *ex post*. En efecto, el objetivo que se persigue en el concurso es doble: maximizar el valor de la empresa *ex post* y a la vez fomentar la inversión *ex ante*, y ambos objetivos no son plenamente compatibles³. Así, esta tensión está en la base de cualquier regulación, sea *debtor-friendly* o *creditor-friendly*. Si prevalece el objetivo de impulsar la contratación y proteger a los acreedores será a costa de la pérdida *ex post* de valor de la empresa concursada: cuando los acreedores tienen fuertes derechos de liquidación en el concurso, se liquidarán empresas que serían viables, reduciendo el valor social *ex post*. Si, por el contrario, lo que se persigue es la eficiencia *ex post* —la continuidad de toda empresa viable, aún a costa de que los acreedores no cobren— se castiga y se desincentiva *ex ante* dar crédito, encareciendo y dificultando transacciones que serían eficientes⁴.

El segundo principio asevera que la eficiencia del concurso descansa en buena medida en que los acreedores están sujetos a un procedimiento colectivo que trata de preservar el valor de la empresa y de reducir los costes de cobro de sus créditos. Esto se consigue impidiendo el ejercicio individual y descoordinado de las acciones nacidas de las relaciones con la empresa concursada con el fin de satisfacer sus créditos, lo que obliga a los acreedores a cooperar y pechar de manera ordenada con parte del riesgo de insolvencia. El propósito es desincentivar las carreras de acreedores para cobrar de la empresa en dificultades antes que los demás, porque originan derroche de recursos y externalidades negativas en términos de desmembración de la empresa, elevación de los costes de cobro y perjuicio de los restantes acreedores⁵. Si se permite que unos acreedores sean inmunes al riesgo de la colectivización concursal —simplemente porque puedan resolver anticipadamente sus relaciones jurídicas y ejecutar las garantías—, su previsión de riesgo no desaparece, sino que “acrece” a los restantes acreedores, lo que puede conducir a ineficiencias económicas. Tales ineficiencias no son meramente *ex post* o distributivas, sino que tienen efectos *ex ante* o productivos. En concreto, el problema que se plantea es que el “subsidio legal” que unos acreedores reciben de los otros origina que la contratación del segmento subsidiado se potencie, lo que conlleva que se utilicen en mayor medida de la que sería deseable socialmente (*overuse*).

³ La teoría económica del concurso no arroja dudas a este respecto. No obstante, la literatura jurídica ha buscado tradicionalmente utilizar el concurso también para satisfacer otros intereses de política social. El problema es que no se le puede pedir al concurso lo que no puede dar: el derecho concursal es un mal instrumento para promover políticas de bienestar social. BAIRD (1994).

⁴ La literatura económica sugiere que el contexto legal e institucional de un país afecta a los procedimientos concursales, así como al equilibrio óptimo entre los intereses de los acreedores y del deudor. AYOTTE and YUNG (2007). Se pone de manifiesto que una legislación concursal que intenta preservar el valor de empresa en funcionamiento, (como es el caso del chapter 11 americano) precisa de experiencia judicial para ser eficaz. En este caso, la amplia discrecionalidad del juez puede hacer mejorar la eficiencia de los contratos incompletos al condicionar la asignación de los derechos de control en caso de concurso a la “calidad” de la empresa. En caso contrario, es preferible una normativa que se centre más en la recuperación de acreedor. Es decir, los tribunales expertos y la regulación legal pro creditore son productos sustitutos.

⁵ Sobre los fundamentos teóricos del *automatic stay*, véase JACKSON (1986).

Un ejemplo muy familiar es la hipoteca como derecho que genera un privilegio concursal. Su probada eficacia en nuestro derecho está correlacionado con la baja tasa de concursos: la legislación concursal española determina que la insolvencia formal sólo sea una necesidad legal cuando las dificultades financieras de las empresas son extremas, concediendo, por tanto, un mayor protagonismo al cobro directo de los activos hipotecados fuera de un procedimiento concursal. Dado que tanto el deudor como los demás acreedores saben que el acreedor hipotecario se cobrará sobre el bien hipotecado, con o sin concurso, no tienen interés en iniciar el concurso. Eso, a su vez, incentiva a las empresas a hipotecar todo lo que puedan⁶.

Pues bien, con estas dos líneas maestras en mente se podría argumentar que la terminación anticipada que deja al acreedor fuera del concurso podría ser razonable en aquellos casos poco comunes en los que la ventaja obtenida por el acreedor no generase una competición entre los demás acreedores para conseguir el mismo beneficio, o que la liquidación anticipada no perjudicase al valor de la empresa en funcionamiento. Entonces, la regulación especial dispensada a los instrumentos financieros podría ser defendible desde la eficiencia *ex post*. En esta perspectiva se podría argumentar que la terminación anticipada de los contratos de derivados y otros instrumentos financieros estaría justificada en la medida en que no recaen sobre activos específicos —más valiosos para la empresa en crisis que para los de fuera—, que, en definitiva, no se refieren a bienes necesarios para la explotación del negocio⁷. En efecto, la distinción entre bienes especializados y bienes fungibles es capital para la teoría de la reorganización empresarial. Los bienes especializados, como por ejemplo, maquinaria para destilar alcohol o vías de tren, no pueden ser reutilizados por otras empresas o por otras industrias, o solo con alta pérdida de eficiencia. Lo que los hace bienes relativamente ilíquidos: existe un número limitado de compradores potenciales y, en todo caso, valorarán el bien mucho menos que el vendedor. Por eso una de las funciones centrales del derecho concursal es proteger estos bienes específicos en sentido económico a fin de preservar el valor de la empresa en funcionamiento. En cambio, lo mismo no se puede predicar de los contratos de derivados u otros instrumentos financieros. El valor de una empresa en funcionamiento raramente depende de sus contratos de derivados o de las garantías financieras que éstos llevan aparejados. Además, son fácilmente reemplazables. Esto es evidente en las empresas de la industria financiera, que son sus principales usuarios.

¿Qué dicta el análisis de la eficiencia *ex ante*? Visto desde este lado no parece dudoso que la regulación concursal de los *safe harbours* ha contribuido a favorecer la accesibilidad a los contratos de derivados, ha incrementado la liquidez de los mercados de OTC y ha rebajado significativamente el coste de asegurar los riesgos empresariales. La rápida expansión de este mercado así parece indicarlo. Podríamos entonces pensar que todo son beneficios: se maximiza la eficiencia *ex post* y también la eficiencia *ex ante*. Pero nada es gratis. Como hemos visto, el régimen excepcional redistribuye riqueza de los acreedores ordinarios a las contrapartes del concursado en los contratos de derivados. La cuestión clave es dilucidar si la estrategia de dar un

⁶ CELENTANI, GARCÍA-POSADA y GÓMEZ POMAR (2012, pp. 388-469).

⁷ Esta línea de argumentación la desarrollan de manera convincente EDWARDS and MORRISON (2005, pp. 114 y ss.).

subsidio legal a los derivados produce valor social. Es decir, si abaratar relativamente los derivados a través de un régimen legal más favorable que el común —lo que entraña un trasvase de recursos de los instrumentos tradicionales de cobertura del riesgo— es deseable desde la óptica del bienestar social. Se trataría de averiguar, en fin, si la promoción de la liquidez se obtiene porque existe una innovación tecnológica (de carácter financiero), o es una mera redistribución de rentas de los instrumentos de financiación a largo plazo por otros a corto plazo. Claramente, las innovaciones tecnológicas —incluidas, en su caso, las financieras— pueden ser valiosas y tienen efectos positivos en la generación de riqueza, lo que podría compensar los costes que crean. En caso contrario, si en vez de una mejor tecnología simplemente se tratara de una redistribución de rentas de unos agentes a otros, se estaría distorsionado el mercado y castigando de manera interesada a unos acreedores en beneficio de otros.

Este es, a mi entender y en pocas palabras, el núcleo del problema. En cambio, el argumento que se ha esgrimido para justificar el privilegio del sector financiero es de otra naturaleza: se sostiene que la regulación favorable en materia concursal trata de evitar el contagio de riesgo sistémico⁸. Se viene a decir que el concurso de una compañía muy expuesta a los derivados puede poner en riesgo el sistema financiero si se obliga a las contrapartes a permanecer en las relaciones pactadas hasta que se alcance la solución “normal” en sede concursal. Entonces, prosigue el argumento, si la parte solvente no puede liquidar su posición, ni contrarrestar su riesgo en el mercado, su propia solvencia se vería seriamente amenazada. Esta tesis, sobre la que volveremos más tarde, se cuestiona muy seriamente por la literatura legal y económica más atenta. Aparte, la crisis financiera ha puesto a prueba la bondad de esta regulación que, en vez de evitar las crisis y el contagio, parece acelerarlos. Hay ya cierto consenso académico acerca de que la regulación concursal especial de los instrumentos financieros es de poca ayuda para alcanzar el propósito que se supone tiene encomendado, mientras que habría otros mecanismos más efectivos a tal fin. Con todo, parece indudable que los legisladores a un lado y otro del Atlántico han sido sensibles a las razones de la industria de los derivados, en buena medida como resultado del intenso trabajo de convicción al que han sido sometidos por parte de ISDA (*The International Swap and Derivatives Association*).

Hasta aquí la descripción del marco teórico en el que se va a desenvolver este estudio sobre el régimen especial de los instrumentos financieros. Sucede, no obstante, que a pesar de que el discurso es nítido, se gastan muchos esfuerzos en tratar de desentrañar el embrollo jurídico creado en nuestro país, a caballo entre el derecho de los mercados financieros y el derecho concursal. Esta circunstancia añade complejidad al trabajo, de ahí que merezca la pena proporcionar una pequeña guía de lectura que facilite la tarea al paciente lector. Como se podrá comprobar, se simultanean dos líneas de investigación, en coherencia con la realidad adicional que se observa en nuestro país: las implicaciones de la regulación concursal especial en la industria financiera, que es la destinataria natural de la misma, por un lado, y los ajustes que ha

⁸ En la Directiva Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera se establecen unos procedimientos de ejecución rápidos e informales para limitar, entre otras cosas, el efecto contagio en caso de incumplimiento de una de las partes. FUCHS (2013, pp. 25-38) y DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2003, pp. 1531-1538).

ido experimentando esa misma regulación en nuestro ordenamiento en favor de las entidades financieras en los concursos de empresas no financieras, por el otro.

La óptica financiera se concentra en la primera parte del trabajo, en la cual se revisa en profundidad la literatura, tanto jurídica como económica, que se ha ocupado de estudiar las implicaciones de la excepcionalidad concursal de los instrumentos financieros en el sistema⁹. Esta literatura surge con fuerza tras la crisis financiera y es muy crítica con la línea de flotación de la regulación vigente, que sostiene que el diseño concursal de los *safe harbours* es válido y eficaz para mitigar el riesgo sistémico. Esta parte del trabajo sirve para contextualizar el problema objeto de estudio —que naturalmente excede con creces el ámbito de los contratos de permuta financiera de tipo de interés— y ayuda a comprender mejor el origen del tratamiento concursal excepcional.

La segunda óptica —desarrollada a continuación de la anterior— es más doméstica, y tiene que ver con las reformas legislativas acaecidas para reforzar la posición concursal de las entidades en los concursos de empresas del sector productivo. La redacción final del art. 16 RDL 5/2005 se aparta de las normas de transposición de la Directiva de Garantías Financieras en los países europeos, que coinciden a su vez en líneas generales con el texto que inicialmente se transpuso también en España. La regulación del *close out netting* en las transposiciones es muy limitada y no va mucho más allá de reconocer que la cláusula de liquidación exigible anticipadamente por compensación pueda surtir sus efectos pese a la declaración del concurso de una de las partes, si bien conviene señalar que el *close out netting* que contempla la Directiva es únicamente el que está relacionado con un acuerdo de garantía financiera. En cambio, el art. 16 RDL 5/2005 se ha reformado para dar cobertura a la continuación de la eficacia del acuerdo en sede concursal con cargo a la masa y a la calificación del crédito resultante de la resolución del acuerdo de compensación contractual como prededucible. La singularidad de la regla española no tiene parangón en otros ordenamientos. Tampoco el *Master Swap Agreement* de ISDA se refiere a la posible continuación del contrato marco ni a las consecuencias concursales de dicha continuación, ya que únicamente regula la posibilidad de resolver el contrato por la *Non-Defaulting Party* en caso de insolvencia de la otra parte.

No es de extrañar que en estas circunstancias uno se pregunte por la singularidad del caso español. En dos sentidos: primero, en relación con el por qué y el cómo se ha producido la evolución de la normativa. Esta es una de las cuestiones que se pretende explicar en el trabajo. Se presentan las líneas maestras de un *case study*: es fácil acreditar cronológicamente cómo cada una de las líneas argumentales desarrolladas por los jueces en sus sentencias para poner freno a las pretensiones de las entidades de crédito son desmentidas cada vez por una nueva redacción del art. 16 RDL 5/2005. Ante estos hechos, no sería aventurado inferir la capacidad, más que notable, de influencia de las entidades de crédito sobre el legislador. Segundo, cualquiera también se preguntaría cómo es posible que mientras que el reproche a los *safe harbours* va en aumento en

⁹ EDWARDS and MORRISON (2005, pp. 114 y ss.), BLISS and KAUFMAN (2006, pp. 55-70), MORRISON and RIEGEL (2005, pp. 641-645), PARTNOY and SKEEL Jr. (2007, pp. 1048-1050), LUBBEN (2009; 2010, pp. 61-78; 2012), ROE (2010, pp. 539-590), SKEEL Jr. and JACKSON (2012, pp. 152-202), DUFFIE and SKEEL Jr. (2012) y BOLTON and OEHMKE (2012).

círculos académicos internacionales, en España, a contracorriente y sin excesivo revuelo académico, se amplíe el contenido de los privilegios en concursos de empresas no financieras, en los que ni siquiera existe riesgo sistémico. No se entiende cómo una normativa que se caracteriza por asegurar la extraconcurzalidad puede, al propio tiempo, reforzar privilegios dentro del concurso.

Sentado lo anterior, creo conveniente procurar una advertencia adicional al lector. Ya se ha avanzado que la doble dimensión de la materia objeto de estudio a la que me he referido es la causa de muchas de las dificultades que encontramos a la hora de plasmar las coordenadas del problema. Dicho con claridad, la ampliación de los sujetos destinatarios de la regulación especial enmaraña la cuestión, socava la *ratio* de los *safe harbours*, y es fuente de gran complejidad sistémica, tanto teórica como aplicada. En efecto, las reglas especiales están pensadas e ideadas para atajar el riesgo sistémico de las empresas financiera y, por ello, en rigor, deberían quedar fuera de su ámbito de aplicación los usuarios finales de los derivados, sean personas físicas o empresas del sector productivo. Por eso se contemplaba la posibilidad de *opt-out*, es decir, de desistir de la aplicación del art. 1.2 e) de la Directiva 47/2002. No ha sido éste el caso, al menos en España. Con todo, la ampliación del marco subjetivo de la regulación tampoco explica por sí sólo las sucesivas modificaciones del RDL 5/2005, hasta convertir la normativa española en “singular” en el contexto europeo e internacional. A fin de cuentas, salvo Austria, que siguió la posibilidad de *opt-out* total, sólo cinco estados (la República Checa, Eslovenia, Suecia, Francia y Alemania) han aplicado parcialmente la cláusula de *opt-out*. 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.

Es momento de explicar cómo se estructura el trabajo. En los apartados 2 y 3 se acomete el estudio teórico —tanto económico como jurídico— de los instrumentos financieros. El propósito es introducir la noción y función de los instrumentos financieros, tanto en relación con su vertiente operativa como en relación con su tratamiento jurídico (véase *infra* 2). En particular, se trataría de desgranar el régimen especial que reglamenta el contrato de derivados al margen del concurso del deudor. Este bloque se cerraría con la revisión de la literatura sobre los *safe-harbours*, que pone de manifiesto el coste social de la regulación, y valora sus consecuencias en el sector financiero (véase *infra* 3). Se busca averiguar si los contratos de instrumentos financieros deberían someterse al régimen concursal común o si, en cambio, es más provechoso dotarles, como así sucede, de un régimen excepcional que resista el concurso del deudor. Se procederá a analizar las ventajas y desventajas que conllevan y se darán pautas para reflexionar sobre una mejor adecuación de su marco normativo.

En el siguiente bloque (véase *infra* 4) el objetivo que se persigue es dar cuenta de cómo se ha llegado en nuestro país a convertir lo que es un simple crédito concursal —algo que en otros ordenamientos es pacífico— en prededucible. En concreto, se analizarán los problemas —jurisdiccionales y legislativos— que ha generado la aplicación de la regulación especial en relación con quiebras de pequeñas empresas con *swaps* de tipos de interés. También se pondrán medidas para racionalizar las ineficiencias que genera en el concurso.

2. *¿Qué son los derivados? ¿Qué derivados nos interesan a estos efectos? El marco jurídico*

La primera estación de este trabajo es preliminar, y tiene el propósito de determinar exactamente de qué productos económicos y jurídicos estamos hablando. En particular, ahondar en las características de los productos financieros que se benefician de la excepción concursal y esbozar las coordenadas de su régimen jurídico. El régimen concursal trata de manera excepcional a la industria financiera, cuyo producto estrella, pero no el único ni mucho menos, son los instrumentos derivados. Por ello me centraré en ellos, pero es conveniente tener presente que hay otros instrumentos relevantes a estos efectos, especialmente las repos. En el siguiente bloque se presenta la operatividad de los derivados y las repos y después su marco normativo.

2.1. *¿Qué son las repos y los derivados?*

Las repos son básicamente acuerdos de recompra o préstamos garantizados. Se utilizan como sistema de financiación a corto plazo, muchas veces a cortísimo plazo. Se trata de un acuerdo contractual mediante el cual una empresa vende valores y simultáneamente se obliga a recomprarlos a un precio preestablecido y en una determinada fecha. En este sentido, el montante recibido en la venta de los valores puede ser visto como un préstamo y el precio de recompra como la cantidad que se devuelve, incluyendo los intereses. Los valores actúan como garantía del préstamo, con lo que se asegura a la contraparte de la repo —la parte que presta— frente al incumplimiento. Las repos son el vehículo utilizado para sustentar posiciones cortas en los mercados y su importancia en mercados financieros muy desarrollados es vital para la financiación de los bancos de inversión y el llamado *shadow banking*. La razón de traerlos a colación es por el papel decisivo que han jugado en la crisis financiera americana y la necesidad de reflexionar sobre su regulación de forma separada a la de los derivados.

Al margen de las repos, los instrumentos financieros que interesan son los derivados. Se trata de instrumentos financieros cuyos pagos derivan del valor de algún otro producto subyacente. Lejos de ser un producto uniforme, hay mucha variedad desde la perspectiva del riesgo y de la ingeniería contractual que comportan. Básicamente, se pueden ordenar en dos categorías: los simples —*plain vanilla*—, que incluirían los contratos más familiares en la práctica —los *forwards*, los futuros, las opciones y los *swaps*—, y los complejos o exóticos, que son todos los demás, y suelen representar complicadas funciones de uno o más productos financieros subyacentes. Pensemos en el caso de un *forward*. Se trata de un contrato entre dos partes (comprador y vendedor) que supone una obligación para el comprador de comprar un activo en una fecha futura a un precio pre-determinado y una obligación para el vendedor de vender el activo en esa fecha futura a ese precio pre-determinado. Así, por ejemplo, supongamos que un agricultor se compromete hoy a vender a un mayorista dentro de un año su cosecha de uvas a 0.5 euros/kilo. Si el precio dentro de un año es de 0.75: el agricultor deja de ganar 0.25 por kilo y el mayorista gana 0.25 por kilo. Si el precio dentro de un año es 0.4 euros kilo: el agricultor gana 0.1 por kilo y

el mayorista deja de ganar 0.1 por kilo. En todo caso, ambos se cubren: el agricultor se asegura una renta de 0.5 euros/kilo y el mayorista se asegura un coste de 0.5 euros/kilo.

El precio de los derivados se valora mediante fórmulas que replican una cartera de valores dada. Las entidades financieras pueden construir carteras duplicadas porque negocian una cantidad ingente de operaciones, lo que les da la posibilidad de unir posiciones encontradas de comprador y vendedor. Pero los actores económicos al margen del sistema financiero carecen del *expertise* y de la escala precisa para que sea barato fabricar un derivado, por lo que pagarán a las entidades financieras por el producto financiero.

En principio, los derivados que se negocian en mercados líquidos se pueden comprar o vender a precio de mercado, por lo que no precisan de formas alternativas de valoración. Lo que sucede es que, en su gran mayoría, los derivados son negociados “*over the counter*” (OTC) esto es, directamente entre partes nominativas, al margen de los mercados organizados. Entonces, como hemos visto, su precio se calcula a través de modelos —un procedimiento llamado *marked-to-market*—. Los riesgos de los derivados OTC son conocidos. De un lado, los modelos de valoración al uso son muy defectuosos, lo que hace que se negocien a precios mal tasados. De otro lado, los mercados no siempre son tan líquidos como sería deseable, lo que complica la salida de un contrato de estas características, sobre todo en el caso de contratos de larga duración o con derivados complejos, porque el número de posibles contrapartes se estrecha.

En esencia, los derivados se usan para administrar el riesgo y para especular¹⁰. Las empresas los utilizan para reducir su exposición a determinados riesgos empresariales, como puede ser, por ejemplo, las fluctuaciones del tipo de cambio, si la empresa trabaja habitualmente con divisas, o del precio de materias primas esenciales para su negocio, como el combustible en el caso de una compañía aérea. La reducción del riesgo empresarial y de los costes de ciertas actividades proporciona rentabilidades que no se podrían conseguir de otro modo y liberan fondos para invertir en otros proyectos productivos. Las empresas financieras, que son las proveedoras de estos instrumentos a la economía productiva, los utilizan para hacer su negocio distribuyendo el riesgo, pero también para especular, pues en el fondo son apuestas. Los derivados producen información, y facilitan que se creen posiciones especulativas en los mercados subyacentes de productos y, con ello, mayor volatilidad en los mismos.

No es fácil entender cómo se organizan y operan estos productos financieros. Lo primero que nos extraña es que la negociación de derivados no conlleva intercambio de dinero. Si pensamos, por ejemplo, en los *swaps* —contratos mediante los cuales las partes se intercambian pagos futuros—, es fácil concluir que no tienen valor cuando se inicia la relación. Visto así, la venta de derivados puede parecer un negocio muy lucrativo cuando se comparan sus beneficios con la falta de inversión necesaria. Es verdad que la colocación de un derivado produce un beneficio, pero la empresa financiera debe proceder a continuación a cubrir su posición con otra entidad, y es en el

¹⁰ STULZ (2004, pp. 174-192). La idea clave del trabajo es que los derivados tienen riesgos importantes si no son bien utilizados, pero su balance es positivo: hacen la economía más eficiente.

margen entre el precio en que vende una posición y el precio en el que compra la contraria dónde el vendedor gana. Por lo demás, es un negocio de suma cero, la ganancia de uno es la pérdida del otro.

Con todo, como en toda apuesta, hay riesgo y, en ocasiones, mal calculado. El mercado de derivados y, en general el de los instrumentos financieros cualificados, presenta fragilidades que pueden ser preocupantes. Por un lado, del lado de los clientes o de los operadores finales, se identifican deficiencias informativas y sesgos cognitivos en su contratación¹¹. El problema que se presenta es que en este contexto los contratantes no necesariamente son lo sofisticados que se les supone. En otras palabras, quienes los contratan, incluidas las empresas, no siempre son conscientes de los riesgos que entrañan los derivados que usan, y mucho menos si se trata de derivados complejos. Por otro lado, las pérdidas acaecidas no siempre son el resultado aleatorio de coberturas de riesgo bien diseñadas, sino consecuencia de malas decisiones. Las entidades financieras que negocian con derivados pueden perder la perspectiva del negocio y tomar posiciones en derivados mal estructurados. El riesgo excesivo que pueden llegar a asumir y la sobreinversión en estrategias especulativas hacen el resto. Las pérdidas pueden ser elevadas para la entidad en cuestión, pero quizás la parte más alarmante es que ocasionan externalidades negativas en el sistema financiero.

2.2. El régimen jurídico privado

A pesar de las fragilidades del mercado de estos instrumentos financieros y del crecimiento extraordinario que han experimentado, su sistema de negociación y operatividad se ha forjado y continúa ordenándose de forma privada, al margen de la regulación legal¹². Es importante subrayar que en su mayoría las contrapartes de estos contratos son profesionales y que se localizan en un porcentaje abrumador en el mercado financiero, entre instituciones financieras. ISDA es la asociación formada por las entidades e instituciones que participan en el mercado internacional de derivados y su principal propósito ha sido crear el andamiaje contractual a través del cual se realizan estas operaciones y, naturalmente, también defender los intereses de sus asociados. Lo cierto es que los operadores de derivados han creado un extenso sistema de derecho privado a través de la estandarización de los contratos que se usan en las transacciones OTC¹³. La complejidad técnica de estas transacciones y su carácter transnacional han disuadido a los estados de entrar a regularlos, y la eficacia del régimen privado puesto en pie ha conseguido

¹¹ Las asimetrías de información no son nuevas, HU (1993, p. 1464). Sin embargo, la crisis financiera las ha puesto de manifiesto con mayor claridad, BARLETT III (2010, pp. 1 y ss.), HU (2012, pp. 1061 y ss.). De hecho, derivados normalmente asociados al tipo de interés y, en ocasiones, de suma complejidad, se han vendido a ayuntamientos e inversores no sofisticados, dando lugar a conflictos y a arreglos transaccionales en tiempos recientes, a modo de ejemplo, <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2012/071.shtml>.

¹² Tradicionalmente, buena parte de la literatura académica ha estado en contra de su regulación, ROMANO (1996, pp. 1 y ss.) y MACEY (1995, pp. 69 y ss.).

¹³ PARTNOY (2001, pp. 421-495), arguye que el objetivo prioritario de la regulación privada ha sido mantener el mercado de derivados al margen de la regulación estatal.

transmitir la impresión de que el mercado de derivados podía auto-regularse de manera efectiva. Esto explica asimismo su tratamiento doctrinal, consistente en buena medida en manuales de instrucción, que vienen a explicar los entresijos de su operatividad técnica a sujetos no expertos en la materia. A fin de cuentas, se trata básicamente de un mecanismo contractual, y suscita cuestiones relativas a su aplicación.

Además de la estandarización de contratos para distintos tipos de operaciones, la mayor contribución tecnológica ha sido la unificación del régimen contractual en un contrato marco —*master agreement*—, en el que se establece el régimen general de las operaciones de derivados. Esta innovación contractual articula el vehículo que optimiza las transacciones de derivados y facilita su expansión en el mercado. Presenta dos ventajas fundamentales. La primera es que dado que las partes de un contrato financiero interactúan con frecuencia, se reducen los costes de negociación y de celebración del contrato cada vez que se pacta una operación. En otras palabras, el tráfico transaccional entre las partes por muy intenso que sea se simplifica subsumiéndose en un único contrato —aunque con múltiples cláusulas—. Desde esta perspectiva, el contrato marco es un producto tecnológicamente avanzado que sirve de manera unificada a los usuarios del mercado y está diseñado para eliminar incertidumbres en relación con los términos del contrato.

Pero sin restarle valor, no es ésta la aportación más beneficiosa de la unificación de las transacciones bajo el paraguas de un contrato global. El contrato marco aporta mecanismos para mitigar el riesgo de incumplimiento. Estos mecanismos son básicamente tres: el *close-out netting*, las cláusulas de incumplimiento y de terminación anticipada, y las cláusulas que regulan la garantía financiera.

La funcionalidad principal del contrato marco es servir de vehículo que posibilita el *close-out netting*, que es el hilo conductor de las operaciones financieras repetidas entre las partes. Los acuerdos de *netting* permiten la sustitución de una pluralidad de deudas y créditos recíprocos por una sola deuda y un solo crédito. De este modo, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de todas las posiciones acreedoras y deudoras. El contrato marco permite articular de manera anticipada entre las partes la potestad de compensar los créditos recíprocamente existentes entre ellas para que opere de manera automática en un momento posterior. Las ventajas son dos. La primera, de naturaleza económica, permite que se entre en los contratos sin aportación inicial —más allá del desembolso de una pequeña prima— dado que el valor inicial es cero y que las partes sólo tengan que manejar el valor neto —en vez del valor bruto de su riesgo— por lo que los ajustes de valor se pueden llevar a cabo minimizando la exposición al riesgo de ambas partes. También se elimina la necesidad de negociar el valor de terminación de los contratos en curso, lo que reduce las posibilidades de oportunismo producto del monopolio bilateral¹⁴. La segunda, de naturaleza jurídica, facilita la extensión de los privilegios legales concursales a los acuerdos de compensación entre contratos múltiples y cualitativamente diversos. El formalismo del contrato marco nos lleva a considerar que los

¹⁴ BLISS and KAUFMAN (2006, p. 60).

créditos y deudas afectados surgen *ex eadem causa*, de una misma relación jurídica, cuando lo cierto es que las operaciones financieras insertas en el contrato marco pueden ser de muy distinta índole.

Por su parte, las cláusulas de terminación permiten que los participantes en el mercado de derivados puedan “congelar” su nivel de exposición económica en el momento del incumplimiento de la contraparte. De otra forma, las partes se encontrarían encerradas en un contrato que fluctúa de valor y que está sujeto a continuos reajustes para cubrir su posición. Naturalmente, un límite claro de las reglas contractuales de esta naturaleza reside en las externalidades que pueda ocasionar la terminación de los contratos en los supuestos de concurso del deudor, que es al menos en parte lo que trata de acompañar el derecho concursal.

Finalmente, la garantía financiera más que permitir la operatividad de los derivados, facilita su expansión en el mercado. Mientras el colateral cubra la posición, la entidad financiera en el otro lado de la relación queda inmune frente al impago. Esto permite que tengan acceso al mercado de derivados no sólo las empresas reputadamente solventes, sino también otras con mayor riesgo de contingencias negativas pero que pueden aportar las garantías suficientes.

Este es en sus trazos más gruesos el ámbito de la auto-regulación privada de los derivados. En cambio, lo que sí está reglado con normas jurídicas formales es el régimen general de las operaciones de derivados en sede concursal, que se ubica en el capítulo II del Título I del RDL 5/2005. La norma contempla las exenciones al régimen general concursal —los llamados *safe harbours*— y dispone el ámbito objetivo y subjetivo de los mismos. De hecho, el núcleo de esta regulación es común a los países con mercados financieros importantes, en gran medida porque ISDA ha logrado convencer a sus órganos legislativos sobre la oportunidad de adoptarla¹⁵. La razón es fácil de entender: las normas privadas o contractuales chocan con el límite claro de la relatividad de los contratos. El supuesto paradigmático se da cuando el impago se convierte en insolvencia y afecta también a otros acreedores, escenario en el cual las reglas concursales se sobreponen a las reglas contractuales. La actividad normativa de ISDA ha pasado de crear reglas contractuales para sus usuarios, a proveer de normas legales estandarizadas a los Estados para garantizar que su “auto-regulación” sea oponible a terceros. Para ello, la prueba de fuego es sin duda el concurso. La idea básica que se esgrime para justificar la regulación especial parte de la premisa de que los derivados son imprescindibles para el funcionamiento eficiente de los mercados financieros. Sin embargo —prosigue el argumento—, es prioritario abordar la amenaza de riesgo sistémico mediante herramientas legales en materia concursal que cortocircuiten el riesgo de contagio si una empresa importante se desploma y, con ella, que el mercado en su conjunto se caiga. Estos argumentos han contado hasta el momento con el respaldo de los legisladores de casi todos los estados que los han adoptado con notable docilidad.

¹⁵ Sobre la actividad de lobby de ISDA y su implicación en la regulación estatal, BIGGINS and SCOTT (2012, pp. 309-346).

2.3. El régimen concursal especial

Las líneas maestras del contenido de la regulación especial se sintetizan a continuación, usando el Derecho español como marco ejemplificativo. Para empezar, el art. 61.3 LC dictamina que el concurso no es causa de extinción de los contratos. Las cláusulas de extinción anticipada o de resolución por causa de la declaración de concurso pactadas contractualmente se tendrán por no puestas. Sin embargo, el RDL 5/2005 excepciona el régimen general y otorga validez a las cláusulas de terminación del contrato por la mera declaración del concurso del cliente (art. 16.1 RDL 5/2005). Esta es una de las piezas fundamentales del sistema de excepciones. El crédito resultante de la terminación anticipada será lógicamente concursal (bien con privilegio especial, si está garantizado, bien ordinario en caso contrario). Dicho esto, es preciso constatar que la regulación española se ha modificado en dos ocasiones para crear una situación que no hallamos en otras jurisdicciones: la opción de elegir, a favor de los bancos, sobre acogerse al régimen extraconcursal propio de los instrumentos financieros o que el crédito sea calificado como prededucible en la vía concursal común. Así, nuestra regulación establece que si se optase por no terminar anticipadamente el contrato, los créditos derivados del contrato en vigor o de su vencimiento anticipado por incumplimientos posteriores al concurso serían créditos contra la masa. Como tendremos ocasión de comprobar más adelante, esta particular deriva de la normativa española tiene poco que ver con el plan trazado por el régimen de los *safe harbours* en el ámbito internacional para prevenir el riesgo sistémico.

Al amparo de este *safe-harbour* de resolución, una vez ejercida la facultad de terminación anticipada toca liquidar el contrato. A efectos prácticos, esto significa que la apertura del procedimiento concursal puede ser causa de la declaración de vencimiento anticipado del acuerdo de compensación contractual existente entre las partes. Como se ha apuntado, las cláusulas de liquidación bilateral por compensación buscan reducir el riesgo de falta de cobertura de las posiciones, que se acrecienta con la incertidumbre sobre el futuro. En consecuencia, se incluirá como crédito o deuda de la parte concursada el importe neto de las operaciones comprendidas en el derivado (art. 16.2 RDL 5/2005). Como lo normal es que en un acuerdo de compensación haya varios contratos de derivados con el deudor concursado, se compensarían contratos a su favor —*in the money*—, frente a contratos en su contra —*out of the money*—.

Nótese que a falta de una regla de estas características, operaría la regla general de prohibición de compensación (art. 58 LC). Entonces la administración concursal podría disponer de los contratos de manera independiente, lo cual maximizaría su resultado neto para el deudor concursado. Aceptaría los contratos con saldo positivo a su favor —blindando las ganancias en los que sería acreedor—, y rechazaría los de saldo en su contra, limitando su responsabilidad en el lado de las pérdidas como consecuencia de la más que probable "quita" que se producirá en el concurso¹⁶. De esta manera, la contraparte de la concursada se encontraría pagando en su totalidad los contratos en los que es deudora, y recibiendo solamente una parte de su reclamación en los que es

¹⁶ Con todo, quizás no fuera necesario recurrir al *safe harbour* para evitar el *cherry picking*. En derecho español se podría defender la misma conclusión para contratos causalizados en un contrato marco.

acreedora. Las medidas especiales de vencimiento anticipado permiten que la contraparte pueda minimizar su exposición a las pérdidas que traigan causa del concurso del deudor. Y naturalmente, este mecanismo tendrá tanto más sentido en función de la volatilidad de los activos o referentes sobre los que se realiza el derivado (a estos efectos, no es lo mismo, por ejemplo, un *credit default swap* que un *interest rate swap*).

El vencimiento anticipado en caso de concurso admite una vuelta más de tuerca. Imaginemos que la empresa deudora utiliza el metal como la base de sus procesos industriales, razón por la cual ha celebrado un contrato de *forward* a largo plazo para limitar su riesgo. En el momento de la declaración de concurso, el precio del metal ha experimentado un alza significativa. Haber contratado el *forward* en principio serían buenas noticias para la administración concursal y para las posibilidades de recuperación y reestructuración de la empresa porque el importe neto resultaría a su favor. Lamentablemente, no va a ser así. En virtud de la contratación privada estándar, la parte no concursada tiene la opción de no resolver el *forward*, lo que hará cuando el resultado de la liquidación no sea a su favor. Naturalmente, el contrato seguiría produciendo sus efectos después de la declaración de concurso (art. 61 y 84.6 LC). Lo que se pacta es justamente que el crédito a favor de la masa concursal no llegue a nacer cuando el acreedor está en concurso. La cláusula permite que la parte *in bonis* puede suspender la obligación de pagar cuando la otra parte se encuentre en una situación de incumplimiento, como es el caso del concurso¹⁷. El propósito de la excepción es defender a la parte *in bonis* frente a la incapacidad del concursado de cumplir si en el futuro las tornas cambian y los pagos son en su contra. En algunos ordenamientos (entre nosotros no queda amparado por el RDL 5/2005), la contraparte no deudora —normalmente una entidad financiera— se beneficia del resultado a su favor del derivado, pero no así el deudor concursado —muchas veces una empresa no financiera—.

Con todo, la ventaja más significativa que proporciona el régimen especial es la ejecución separada de las garantías financieras que no resulta afectada por la declaración de concurso (art. 11 RDL 5/2005)¹⁸. El fundamento de esta excepción hay que buscarlo en los usos comunes de los mercados financieros de cubrir con garantías colaterales las variaciones en el riesgo de los instrumentos contratados. En consonancia con esta praxis, las excepciones concursales posibilitan la ejecución rápida e inmediata de las garantías al margen del procedimiento concursal, y su resistencia —aunque limitada por la jurisprudencia entre nosotros— al ejercicio de acciones rescisorias (arts. 15.4 y 5 RDL 5/2005). El propósito es que la contraparte pueda realizar o apropiarse del objeto de las garantías, pudiéndose ejecutar por el acreedor de forma separada y conforme a sus propios términos, lo que supone que si la obligación se encuentra suficientemente

¹⁷ Los tribunales americanos e ingleses que han juzgado la eficacia de la cláusula 2 (a) (iii) de ISDA en el marco del concurso de Lehman Brothers lo han hecho en sentido opuesto y contradictorio: la sentencia inglesa admite la validez de la excepción de cumplimiento, mientras que la americana no.

¹⁸ Se entiende por garantía financiera cualquier prenda posesoria o cesión de la titularidad de activos con finalidad de garantía, que sean entregadas en garantía de las obligaciones de pago o de entrega de instrumentos financieros que cumplan con los requisitos objetivos y subjetivos previstos en el RDL 5/2005, HORMAECHEA (2013, pp. 257-273). Sobre este particular es recomendable la monografía de LYCZKOWSKA (2013).

cubierta, el acreedor es en términos económicos inmune al riesgo de insolvencia del deudor¹⁹. A falta de garantía, la contraparte puede terminar el contrato pero no así exigir el pago de inmediato: se tendrá que poner en fila con los acreedores ordinarios. Desde la perspectiva de la contraparte no garantizada, el problema que se plantearía entonces sería asegurar su riesgo, que ahora es mayor debido al concurso del deudor —es decir, depende de qué quita y qué espera se le aplique—. Con todo, los procedimientos al uso determinan los costes de una transacción alternativa —que naturalmente anota pérdidas frente a la situación preconcursal—, pero salvo en casos de derivados muy grandes y complicados, la posibilidad de recontractar el riesgo en el mercado es factible.

Por lo demás, una situación similar a la de otros acreedores concursales. Como tendremos oportunidad de comprobar con mayor detalle, los fuertes incentivos a actualizar la garantía financiera en función de la evolución del riesgo de insolvencia del deudor pueden tener efectos perversos en el concurso, en términos de destrucción del “*going concern value*” de la empresa deudora, y de el aumento del deterioro patrimonial previa a la solicitud de concurso²⁰. Esto es así en el sector financiero. Naturalmente, los riesgos antes descritos no son distintos a los que podría plantear cualquier acreedor garantizado que exigiera mayores garantías ante la degradación de la situación financiera del deudor. Lo que sucede es que en otros casos éste riesgo se puede demorar *ex art. 56 LC* o incluso desactivar mediante las acciones de reintegración (art. 71 LC). Por un lado, el art. 56 LC establece un régimen temporal de paralización de las garantías reales por constituir bienes o derechos necesarios para la continuidad empresarial del deudor, régimen que no se aplica en el caso que nos ocupa. Más relevante es otra de las excepciones de la ley concursal en relación con los derivados financieros, la cual prescribe la inoperancia de las acciones de reintegración (art. 15.5 RDL 5/2005, en relación con el art. 8 de la Directiva de Garantías Financieras) salvo que se apruebe el fraude de acreedores, una eventualidad, que se antoja de remoto acaecimiento en la realidad (pero que en el caso particular de nuestro país ha sido desarbolado por la jurisprudencia, poniendo en serio riesgo la inmunidad concursal de los acuerdos de garantía financiera)²¹.

¹⁹ El beneficiario podrá ejecutar la garantía ordenando la venta o mediante apropiación. No resulta aplicable la prohibición del pacto comisorio del art. 1859 CC. ZUNZUNEGUI (2006, pp. 415-430). Básicamente, porque los riesgos que la prohibición trata de paliar se dan en menor medida en nuestro caso dada la naturaleza monetaria (o fácilmente monetizable, al menos) tanto del crédito como de la garantía: el riesgo de azar moral, que el acreedor provoca el concurso porque valora más la garantía que el cumplimiento del contrato garantizado; y el riesgo de selección adversa, cuando la garantía busca señalar en el mercado que se es mejor deudor y por ello alcanza niveles muy altos en proporción a la operación garantizada.

²⁰ AYOTTE and SKEEL (2010, p. 495) y BLISS and KAUFMAN (2006, p. 68), advierten que las *cross-default provisions* son habituales en los contratos marcos y garantizan que cuando la exigencia de mayores garantías no se satisface, las otras contrapartes del deudor podrán terminar igualmente su contrato.

²¹ Las garantías financieras se han encontrado con el escollo de los tribunales, que hacen una interpretación muy restrictiva de su régimen normativo y de su ámbito objetivo, CARRASCO PERERA (2012, pp. 433 y ss.).

2.4. ¿Proteger el sistema financiero o proteger a la industria?: El acuerdo marco de compensación

El ámbito de aplicación del régimen especial concursal se define sobre la noción de acuerdo de compensación, al que se anuda la resistencia concursal. En general, en todos los ordenamientos derivados de la Directiva, entre los que se cuenta el español, pero también en el caso norteamericano, este ámbito de protección es muy amplio, tanto desde el lado objetivo —los contratos que se sujetan al régimen especial— como desde el lado subjetivo —los sujetos a los que se les aplica—²². En lo que atañe al régimen objetivo, la norma define de manera muy amplia el catálogo de transacciones que escapan de la normativa concursal ordinaria. El art. 2 RDL 5/2005 en lugar de recoger una lista de transacciones protegidas, crea una súper categoría: el acuerdo de compensación contractual financiero. De esta manera se incluye prácticamente cualquier contrato sobre derivados —*swaps*, futuros, opciones, y *forwards*—²³. Pero no sólo: el paraguas se extiende para cualesquiera *close-out netting*. Se abarca así en bloque un elenco muy nutrido de instrumentos financieros cualificados, que son muy distintos entre sí, tanto desde la perspectiva de la funcionalidad económica a la que sirven, como desde la complejidad técnica que implican y, también, desde los efectos que comporta su tratamiento excepcional en sede concursal²⁴. De hecho, el régimen legal en lugar de proteger en sede concursal transacciones concretas y a sus contrapartes —y a tal fin elaborar costosas categorías que pueden verse alteradas en el futuro por la práctica de los operadores—, ha optado por proteger de manera global a mercados enteros, entre los que se cuentan el mercado de derivados²⁵.

En lo que atañe al ámbito subjetivo, el RDL 5/2005 extiende la protección de la industria financiera más allá de lo que acontece en otros ordenamientos: se aplica a cualquier contraparte del acuerdo de compensación realizado por la entidad financiera. En efecto, la directiva excepcionaba su aplicación a las personas físicas y permitía hacer *opt out* en relación con empresas que no fueran de gran volumen. La normativa española, en cambio, parapeta a las entidades financieras del riesgo concursal frente a quien contraten —sean personas físicas o jurídicas— e incentiva con ello la difusión e implantación de algunos de estos productos financieros en el sector minorista, en vez de inducir su restricción a los operadores profesionales o, al menos, a grandes empresas. En este sentido, como un nuevo empuje al mercado minorista de derivados, hay que entender la reforma del art. 16.2 del RDL 5/2005 para posibilitar que los beneficios concursales sean extensivos cuando se ha realizado una sola operación, cuando

²² Véase por todos, GONZÁLEZ NAVARRO (2012, pp. 1593 y ss.).

²³ La Ley 7/2011 amplía el ámbito objetivo en la letra c) del apartado 2 del RD 5/2005 para considerar operaciones financieras las realizadas sobre instrumentos financieros de los previstos en los párrafos segundo a octavo del art. 2 LMV. La tipificación es más detallada en el derecho alemán, § 104 Abs. 2 InsO; FLUCHS (2013, pp. 95 y ss.).

²⁴ La literatura jurídica americana es muy crítica con el tratamiento igualitario de todos los instrumentos financieros cualificados. Incluso dentro de los derivados, preconiza que se deberían distinguir contratos de derivados distintos entre sí (por ejemplo, entre CDS y otros *swaps* de tipo de interés o de divisas). AYOTTE and SKEEL (2010, p. 496), MORRISON and RIEGEL (2005a, p. 641-664), SKEEL and JACKSON (2012, pp. 180 y ss.) y DUFFIE and SKEEL (2012).

²⁵ En relación con el caso americano, MORRISON and RIEGEL (2005, p. 645).

justamente la función del acuerdo es facilitar el *netting* entre distintas operaciones. Es decir, el legislador no sólo no ha hecho *opt out* para salvaguardar los intereses de los empresarios que no operan con habitualidad en este mercado, sino que hecho sea extensiva hasta a las personas físicas una normativa que la UE no había dispuesto para ellos.

Las consecuencias de que los ordenamientos extiendan con tanta amplitud el paraguas del *close-out netting* no son de orden menor. El resultado más obvio es la amplitud de los derechos contractuales que están sujetos a protección, en especial el *netting* entre productos financieros de distinta naturaleza (*cross-product netting*). Se afianza el papel del contrato marco y del acuerdo de compensación como instrumento para canalizar la contratación de productos financieros entre las partes. La ventaja es que todas las transacciones habidas con una misma contraparte, sean de la naturaleza que sean, se netean y se blindan en bloque frente a los efectos del concurso. Con todo, esta práctica también ha tenido sus consecuencias en la industria de los derivados. Al darse incentivos a contratar toda la cartera de derivados con una misma entidad, el sector ha experimentado una fuerte concentración. Las ventajas competitivas —privadas— de las entidades más grandes a estos efectos, acaso se contraponen a los perjuicios —sociales— que la crisis financiera de 2008 ha puesto en evidencia respecto de las entidades *too-big-to-fail*, y la mayor probabilidad de *bailout*²⁶.

El otro objetivo de una caracterización tan amplia y formal de las transacciones protegidas —que como se ha advertido, es un rasgo común de la regulación de los *safe harbours* en todos los ordenamientos que los acogen— es facilitar al máximo la eficacia de las excepciones concursales. Dado que la mayoría de los contratos financieros presentan componentes de naturaleza crediticia, de reducción del riesgo y especulativa, la norma trata de despejar las dudas sobre los límites de su aplicación: cualquier transacción que cumpla la apariencia formal de los *swaps*, *repos*, *forward*, contratos sobre materias primas o sobre acciones está protegida. El plan legal es que se aplique el régimen de excepciones o los *safe harbours* a los contratos financieros como tales reconocidos en los mercados especializados. De esta manera, los jueces no tienen por qué convertirse en expertos, ni manejar extensos conocimientos financieros para decidir sobre la aplicación del régimen especial: simplemente tienen que confiar en las definiciones y los usos de los mercados financieros. Ya advierto de antemano que por muy clara y contundente que fuera la letra de la ley, los jueces españoles no han entendido, o no han querido entender, que se les vetaba revisar o recalificar la naturaleza jurídica de estos instrumentos financieros. Con todo, lo que aquí interesa de momento es valorar la eficacia de esta estrategia legal: presenta ventajas, pero también inconvenientes.

El beneficio es que se garantiza la seguridad jurídica de los mercados financieros y la eficacia de los acuerdos de compensación contractual. El propósito es impedir que el juez —aunque sea apoyado en buenas razones— recalifique discrecionalmente *ex post* los contratos con el fin de sortear la aplicación de las excepciones concursales de los contratos financieros²⁷. El caso

²⁶ Este riesgo ya lo pusieron de manifiesto antes de la crisis, BLISS and KAUFMAN (2006, pp. 67-68).

²⁷ No obstante, SÁNCHEZ PAREDES (2010, pp. 395-424).

paradigmático es el de la repo, que funcionalmente es equiparable a un préstamo garantizado (y jurídicamente opera como una compraventa con pacto de retro). Más familiares nos resultan otros supuestos. La norma pretende disuadir al juez que desconfía de los *swaps* de tipos de interés de que los diseccione para, por ejemplo, convertirlos en un pacto sobre intereses²⁸. Con independencia de la justicia del caso concreto, este tipo de actuaciones puede tener consecuencias no queridas en los mercados financieros, que es el destinatario principal de la regulación. Por ello se le compele al juez a realizar un análisis estrictamente formal: es un contrato financiero (un *swap*, una repo, o cualquier otra operación protegida) del tipo formalmente reconocido como tal en el mercado especializado, *ergo* está comprendido en la excepción concursal. Cualquier otra interpretación creativa sería, en esta perspectiva, *contra legem*.

La dificultad, como ya se ha adelantado, es que este planteamiento llevado a sus últimas consecuencias, daría cobertura ilegal al fraude y al abuso del derecho por parte de las entidades financieras²⁹. Hay casos complejos y casos simples. Los casos complejos de ingeniería financiera pueden ser un problema serio para la credibilidad del sistema. Al apoyarse en conceptos amplios, la ley evita de rondón el escrutinio de los jueces en operaciones complejas, más dudosas a la hora de sopesar si el componente crediticio prevalece frente al componente financiero de la transacción. En ocasiones no es tan fácil marcar la separación entre auténticos contratos financieros y contratos de préstamo. El riesgo desde esta perspectiva es que la ley ofrezca incentivos a las entidades de crédito para tratar de disfrazar operaciones crediticias con las vestimentas de los derivados, con el fin de beneficiarse de las excepciones concursales: una combinación de contratos financieros pueden replicar contratos de préstamo no protegidos. Al vetar la intervención del juez, puede abrirse la puerta a la calificación creativa y a la simulación. Es evidente que ahí reside el límite de la regulación: el ordenamiento no puede amparar comportamientos abusivos y fraudulentos y es tarea de los jueces evitarlos.

Pero también los casos simples pueden encerrar fraudes. Esto es si cabe más relevante en países como el nuestro, que no ha restringido en medida alguna la regulación especial a operaciones entre profesionales, sino que la ha abierto de par en par a la contratación en el sector minorista. El tratamiento formalista del acuerdo marco de compensación podría utilizarse para proporcionar resistencia concursal a simples contratos bancarios. Esta preocupación es especialmente relevante cuando el acuerdo de compensación comprende un único contrato de derivado y más aún si su contratación está referido a un préstamo o un crédito. La razón es simple. Como hemos visto, la función primordial del acuerdo de compensación es doble: por un lado, permitir la compensación entre diferentes derivados contratados entre las mismas partes y, por el otro, permitir que se

²⁸ Varias sentencias han entendido que los *swaps* vinculados a préstamos constituyen una novación de la cláusula de intereses, por lo que los pagos derivados de los *swaps* son intereses y, en consecuencia, han de ser calificados como subordinados, véase a modo de ejemplo, SJM de Barcelona, núm. 4, 28.9.2009 (AC 2105; MP: Luís Rodríguez Vega). Lógicamente, este tipo de aseveraciones encuentra contestaciones contundentes por parte de los expertos. Básicamente, lo que intentan DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS (2010), es dar un cursillo sobre lo que son los IRS, en el bienentendido de que “para un jurista no siempre es fácil llegar a comprender la naturaleza y el régimen jurídico propio de algunos instrumentos financieros complejos”. La buena noticia sería que no tienen por qué entenderlos, simplemente saber identificarlos formalmente y aplicar la ley. También, CUENCA (2010, pp. 1-11).

²⁹ MORRISON and RIEGEL (2005, pp. 652 y ss.).

sujete a una regulación concursal especial. Pues bien, ambas funciones son capitales y operan de manera interrelacionada cuando el acuerdo de compensación comprende varios contratos de instrumentos financieros distintos y la contratación acontece entre profesionales, pongamos dos bancos. En cambio, cuando el acuerdo de compensación comprende un único derivado, la función que cumple es la segunda pues la primera, por hipótesis, no se cumple.

Pensemos en el caso prototípico: un acuerdo de compensación entre las partes con varios contratos. La ventaja más relevante del acuerdo de compensación desde la perspectiva concursal es que la cláusula de terminación unificada liquida las posiciones en favor y en contra para todos los contratos y los compensa entre sí. De esta manera, se conjura el riesgo de “*cherry picking*”, es decir, que el administrador concursal pueda selectivamente aceptar los contratos *in the money* y rechazar los contratos *out of the money*. Obviamente esto es fundamental cuando el acuerdo de compensación acoge varios, acaso muchos, contratos distintos. Pero es obvio que nada de esto sucede cuando el acuerdo de compensación alberga un único derivado. Entonces el acuerdo de compensación tiene un cometido más modesto: se limita a hospedar las cláusulas de liquidación bilateral por compensación del propio *swap*. De manera fútil, ya que el flujo de pagos de un *swap* no es ni siquiera un acuerdo de compensación contractual. Con todo, la ventaja sustancial del acuerdo de compensación no reside en el *netting* propiamente dicho —que de hecho se articula en el propio contrato—, sino en las excepciones concursales. Es el que hace posible que al crédito resultante del saldo neto de la liquidación por diferencias de las operaciones del *swap* se le aplique la regulación concursal especial en lugar de la regulación concursal común. De ahí que pueda interesar a las entidades de crédito formalizar bajo un acuerdo de compensación y como *swaps* contratos mundanos y corrientes, o preferir la función de cobertura del *swap* en lugar de otras alternativas, con el fin de aprovecharse de un régimen concursal más ventajoso. Por si había alguna duda, el legislador ha modificado el texto original del art. 16.1 del RDL 5/2005 (donde decía “operaciones”, ahora dice “operación u operaciones”) para que, incluso en el tenor literal, un contrato aislado de *swap* no quede excluido de la virtualidad de resistencia concursal, se supone (al menos en el origen de la normativa de la que va a disfrutar) con el fin de prevenir con ello el riesgo sistémico en los mercados financieros.

3. El coste social del régimen de excepciones concursales (los *safe-harbours*)

Más allá de desmenuzar los tecnicismos de su interpretación y resolver las cuestiones problemáticas relativas a su aplicación, el análisis teórico ha de preguntarse sobre la oportunidad y eficiencia del régimen especial —los *safe-harbours*—. Desde esta perspectiva, es preciso someter el régimen legal a un análisis coste-beneficio: las excepciones en sede concursal serán deseables si los beneficios que ofrecen superan a los costes que acarrearán. Es muy relevante a estos efectos que el argumento legitimador de la adopción de los *safe-harbours* —el riesgo sistémico— ha sido puesto en entredicho por parte de un sector muy cualificado tanto de economistas como de juristas. Esta línea de pensamiento se ha visto reforzada tras los casos que nos ha dejado la crisis financiera —la caída de Lehman Brothers, y los problemas de AIG, Bear Stearns, etc.—. Es más, no sólo se duda de que la regulación adoptada sea capaz de suministrar estabilidad financiera en caso de crisis, sino

que avisa sobre algo que había pasado inadvertido: el coste social de las excepciones³⁰. Conviene, por lo tanto, poner en la balanza las ventajas y las desventajas que generan los *safe-harbours*, antes de poder juzgar si son o no deseables.

Las disfunciones más graves que crea el régimen excepcional son *ex ante*, es decir, tiene consecuencias no deseables en la contratación. En particular, distorsionan los incentivos de las partes y modifican las pautas de contratación en el mercado del crédito: (i) se relajan los incentivos a vigilar el riesgo de insolvencia, y (ii) se produce una sustitución, posiblemente ineficiente, de los mecanismos tradicionales de financiación. Pero también repercute en la composición del sector financiero, incrementándose la posibilidad de riesgo moral: (iii) la industria tiene incentivos para concentrarse, y crear entidades “*too big to fail*” que, cuando viene mal dadas, deban ser rescatadas.

Los *safe-harbours* también pueden provocar efectos no deseables *ex post*, a resultas del concurso: (iv) el riesgo de insolvencia espolea los *runs* para apropiarse de las garantías financieras y (v) se reducen los incentivos para que empresas en dificultades con una cartera amplia de derivados se declaren en concurso.

El argumento más utilizado para demostrar la debilidad de los beneficios sociales netos de las excepciones concursales es la reducción de los incentivos de vigilancia sobre los deudores y el relajamiento de la disciplina del mercado³¹. Bien pensado, es uno de esos fundamentos del derecho privado dispuestos para impulsar la racionalidad económica: *caveat creditor*. El ordenamiento impone a los acreedores la carga de investigar y vigilar el riesgo de impago e insolvencia de sus contrapartes y con ello promover la eficiencia de las transacciones. Si los acreedores tienen incentivos para protegerse a sí mismos, internalizarán el coste de discriminar los deudores en función de su solvencia, es decir, reducirán su exposición a contrapartes débiles, subirán los precios en función de la exposición al riesgo o les alentarán a que refuercen su estructura financiera. Igualmente, se benefician de supervisar la salud financiera del deudor durante la vigencia del contrato. La inspección del acreedor es provechosa desde la óptica del interés social porque disciplina al deudor frente al riesgo moral de quien desarrolla una actividad económica con dinero ajeno: tomar riesgos excesivos o embarcarse en aventuras improductivas. En consecuencia, la opción legal de imponer el coste de vigilancia a los acreedores se justifica porque es preventivamente eficaz y razonablemente barata: reduce el riesgo de incumplimiento y, en su caso, de concurso de los deudores, lo que a la postre constituye un beneficio social. De otro modo, los costes de la insolvencia y del incumplimiento —incluida la destrucción de valor— son mucho mayores y más difíciles de paliar *a posteriori*.

³⁰ DUFFIE and SKEEL (2012), BOLTON and OEHMKE (2012), BLISS and KAUFMAN (2006, pp. 55 y ss.), MORRISON and RIEGEL (2005, pp. 651), EDWARDS and MORRISON (2005, pp. 92 y ss.), AYOTTE and SKEEL (2010, pp. 469 y ss.), ROE (2011, pp. 539 y ss.) y SKEEL y JACKSON (2012, pp. 152-202).

³¹ El trabajo de referencia a este respecto es ROE (2011, pp. 539 y ss.).

Pues bien, la introducción de las excepciones concursales ha venido en parte a alterar este orden de cosas. Las ventajas concursales singulares reducen la disciplina del mercado *ex ante* para los operadores de derivados. El sector financiero, que se compone de los acreedores más sofisticados y mejor posicionados para obtener información crediticia al menor coste, ha encontrado la manera de reducir su exposición al riesgo, simplemente sustituyendo canales de financiación más seguros —y caros— por operaciones de derivados, subvencionadas en parte por los restantes acreedores a través de las excepciones concursales. Los riesgos del acreedor financiero se recortan ostensiblemente al ser operaciones garantizadas e inmunes al riesgo de insolvencia (al menos dentro del margen cubierto por las garantías). Estas contrapartes cambian sus prioridades en gestión de riesgos: se especializan en gestionar las garantías, en vez de en detectar las debilidades financieras de los deudores. La contrapartida es que el mercado pierde capacidad de disciplinar a sus jugadores y se hace más arriesgado. Naturalmente, si el deudor es como es, el riesgo de insolvencia no desaparece, simplemente su riesgo se traslada sobre otros acreedores concursales menos sofisticados³². En teoría, este efecto de las prioridades puede ser eficiente, en la medida en que azuza la supervisión y la disciplina de otros acreedores expuestos a deudores con riesgo: la rebaja de esfuerzos de vigilancia de unos acreedores se compensa con el aumento correlativo de los incentivos a vigilar por parte de otros acreedores. El problema es que este mecanismo de “compensación” puede no ajustarse correctamente, originando pérdidas netas de supervisión. Este riesgo se agrava si se trata de acreedores poco sofisticados, ignorantes o incapaces de discriminar información relevante —y con frecuencia, opaca— en materia financiera. Al no poder tasar el riesgo derivado de la cartera financiera, su capacidad de reaccionar contractualmente es deficiente.

Las reflexiones anteriores nos conducen a otra fuente de preocupación: el trasvase de mecanismos de financiación. El subsidio legal implícito convierte a los derivados y a las repos en instrumentos de financiación relativamente más baratos que los sistemas alternativos que venían cumpliendo dicha función, como los créditos garantizados. Este trasvase de unos esquemas contractuales a otros no sería problemático si se tratara del efecto de un avance tecnológico financiero que mejorara el producto y redujese los costes. Es decir, si la expansión de los mercados de derivados rebajara los costes de cobertura del riesgo de las empresas sin incrementar los costes totales del sistema. Lo que sucede es que faltan estudios empíricos que acrediten de manera fehaciente si esto es un hecho y, por tanto, si realmente los derivados mejoran la eficiencia. Pero se han alzado voces advirtiendo de que bien podría no ser así. Se sostiene que la regulación concursal especial para los instrumentos financieros cualificados está pensada para dar estabilidad a este mercado, pero no se han valorado de manera sistemática los riesgos potenciales de la sustitución de los sistemas de financiación a largo plazo por los de financiación a corto de manera global. Hay detrás de ello dos líneas de argumentación. La

³² Es verdad que hay un *trade-off* de eficiencia bajo las prioridades crediticias. Pero es requisito para ello que los acreedores tengan capacidad de contratación. BEBCHUCK and FRIED (1996, pp. 1281-1350). Los créditos privilegiados pueden rebajar los costes de información y de negociación de la contratación crediticia, facilitando flujos de financiación que de otra manera no tendrían lugar. Pero las condiciones de eficiencia no se cumplen si se imponen costes a terceros o se externalizan al sistema financiero o a la economía en su conjunto.

primera avisa de que mientras se reducen los costes de cubrir el riesgo mediante derivados, las excepciones concursales propician el sobre-endeudamiento³³. En otras palabras, al reducirse los riesgos de insolvencia para las contrapartes de los instrumentos financieros, se elevan correlativamente de manera ineficiente para los demás acreedores concursales, que están en peor situación para hacerles frente. En consecuencia, el subsidio legal tiene el efecto no querido de aumentar el endeudamiento de las empresas y la posición derivada para cubrir el riesgo de insolvencia por encima de lo que sería eficiente: se incentiva, por tanto, la especulación.

La segunda línea de argumentación tiene que ver con un efecto *ex post* de las excepciones concursales: las deficiencias de la financiación a corto plazo y los incentivos para apropiarse de las garantías financieras. Las excepciones concursales han favorecido e impulsado la financiación a corto plazo mediante repos frente a la tradicional financiación a largo plazo. Este fenómeno es muy evidente en empresas del sector financiero y ha demostrado ser una de sus fragilidades más preocupantes. Las repos típicamente se refinancian tras su vencimiento, que puede ser de un día para otro. Por lo tanto, es un mercado muy sensible a cualquier movimiento y acostumbrado a tomar el pulso del deudor a cada instante. Si el acreedor de la repo pierde su confianza en el deudor, la empresa se puede quedar sin financiación de forma drástica e instantánea, que es lo que les sucedió a Bear Stearns y a Lehman Brothers. En este escenario, se incentivan las carreras para cubrir la posición en tanto la solvencia del deudor se menoscaba³⁴. Los *runs* por las garantías financieras desestabilizan el mercado y son un serio acelerador del pánico entre los operadores y del riesgo sistémico³⁵. La experiencia más reciente de la crisis financiera norteamericana ha ilustrado este fenómeno³⁶. La carrera bancaria no fue esta vez entre depositantes, sino entre empresas del sector financiero. Así que las excepciones concursales, en vez de mitigar el riesgo sistémico —que, recordémoslo, es la razón de ser de su adopción—, parece que pueden contribuir a generarlo.

Las reflexiones anteriores nos llevan a pensar que en ausencia del subsidio concursal, una parte sustancial de la financiación a corto plazo anterior a la crisis no se habría llevado a cabo. A la sobre-financiación a corto plazo se le suma otro riesgo. La carrera llevó a las instituciones financieras acreedoras a liquidar las garantías cuanto antes, tanto más cuanto mayor fuera el apalancamiento y menos líquidos los activos. Las ventas a toda prisa y en tiempo record llevan a bajar abruptamente los precios, contribuyendo a desestabilizar el mercado. Este mismo fenómeno tiene su repercusión en el mercado no financiero. Al margen de las disfunciones del mercado financiero, se producen efectos preocupantes para la empresa en dificultades: se retrasa la solicitud del concurso, se recrudece el riesgo moral y las transferencias a unos acreedores en detrimento del resto. Las empresas se ven ante un dilema importante: o se obligan a aportar

³³ BOLTON and OEHMKE (2012).

³⁴ AYOTTE and SKEEL (2009, p. 495).

³⁵ Este riesgo ya lo vaticinaron EDWARDS and MORRISON (2005, p. 101).

³⁶ El principal defensor de esta perspectiva para explicar la crisis financiera norteamericana es GORTON (2009) y GORTON and METRICK (2012, pp. 425-451).

mayores garantías en función de su pérdida de solvencia, lo que las puede llevar a vender activos productivos desde la perspectiva empresarial, o solicitan el concurso, lo que es de poca ayuda porque el concurso no ofrece ninguna protección frente a la terminación automática de sus contratos de derivados y la apropiación de las garantías anteriormente prestadas³⁷. Las estrategias para ganar tiempo y retrasar la declaración de concurso son un peligro bien detectado por los concursualistas. Desde esta óptica, las excepciones legales para los derivados no están en absoluto alineadas con los fines más elementales del concurso.

El último bloque de costes sociales provocados por las excepciones concursales tiene que ver con la concentración de la oferta en el mercado de los instrumentos financieros y la externalización de los costes de su (mala) gestión hacia los contribuyentes. El marco jurídico proporciona incentivos perversos al sector financiero para organizar la oferta del mercado de derivados a través de pocas entidades de grandes dimensiones. De un lado, un efecto colateral de los acuerdos marco de compensación es favorecer la contratación de derivados con la misma contraparte, y la concentración de las empresas financieras especializadas en este producto. Del otro lado, los sistemas paraconcursoales (ajenos al sistema concursal común) y el tratamiento preferencial de los acreedores de derivados generan entidades sobredimensionadas, que precisan ser rescatadas en caso de insolvencia para asegurar la estabilidad del sistema. Es un caso claro en el que la eficiencia *ex post* —cómo minimizar los costes de la caída de una entidad financiera en el conjunto de la economía— entra en conflicto con la eficiencia *ex ante* —cómo tratar de prevenir que tal situación se produzca en primer lugar—³⁸. Bien mirado, es un resultado muy relacionado con la falta de vigilancia o de *monitoring* por parte de estos acreedores. Dado que son operaciones de riesgo y se trata de un sector estratégico en la economía, la regla más elemental de precaución aconsejaría elevar los estándares de prudencia y cuidado para promover una *ratio* eficiente de internalización del riesgo. Es decir, el régimen regulatorio y de supervisión de las entidades financieras debería haber sido reforzado (y en esa dirección apuntan las reformas en el sector financiero). En cambio, la estrategia jurídica que han seguido la mayoría de las jurisdicciones es justamente la contraria: permitir excepciones en materia concursal, alterando la racionalidad de los incentivos *ex ante*. Es necesario encontrar un equilibrio y, para ello, además de diseñar un marco concursal especial, es preciso que la amenaza de internalizar parte del riesgo generado sea creíble. Los *safe harbours* están hoy en el punto de mira de la literatura económica y financiera y de la del análisis económico del Derecho.

³⁷ SKEEL and JACKSON (2012, p. 168).

³⁸ A este respecto, la doctrina está dividida. Una parte de la doctrina aboga por someter a las entidades financieras al sistema concursal, para mejorar el sistema de disciplina, v. por todos, AYOTTE and SKEEL (2010, pp. 469-498). Otros, ponen el acento en los costes *ex post* del concurso, y abogan por ahondar en mecanismos de rescate más eficientes, GORDON and MULLER (2011, pp. 151 y ss.).

4. *¿Cómo deberían regularse los derivados en el concurso?*

El análisis anterior nos lleva a pensar que urge poner bajo la lupa la bondad del sistema de los privilegios concedidos a los derivados en sede concursal y la universalidad de su aplicación. Hasta tiempos recientes, los instrumentos financieros han sido promocionados como mecanismos de reducción del riesgo del sistema económico y financiero, cuyo mercado —se decía— se regula por sí sólo de manera eficiente. Se pensaba que la regulación —aún la mejor intencionada— interferiría en el buen funcionamiento del mercado, cuyas secuelas podrían ser catastróficas. Ni siquiera la maquinaria concursal podía aplicarse a este negocio sin que potencialmente deparara graves consecuencias para la estabilidad económica y financiera. Tales convicciones han quedado en entredicho tras el destroz de la crisis financiera, y ha cundido la idea de que la falta de (buena) regulación era el problema y no la solución. Suenan tambores de intervención y reformas. En este nuevo escenario, la estrategia defensiva de la industria parece ser acotar la imposición de nuevas reglas al ámbito extraconcursal. Es difícil imaginar que la industria de los productos financieros puede continuar sustrayéndose a la ordenación, que imparable, reclama más transparencia del mercado, sistemas especiales frente a la insolvencia de las instituciones financieras, cámaras de compensación, etc.

Es momento de reflexionar sobre el papel que debería desenvolver el derecho concursal en relación con el mercado de los derivados. El problema que genera en sede concursal el régimen especial ha quedado fielmente retratado: la cobertura de los riesgos empresariales mediante derivados se abarata, pero buena parte de la factura la pagan otros en sede concursal. Con todo, las distorsiones producidas por el trato especial, como hemos tenido ocasión de examinar, son más preocupantes: se rebajan los incentivos a seleccionar y supervisar al deudor por parte de los acreedores financieros; se subvencionan los instrumentos financieros en detrimento de las fuentes de financiación tradicionales; se tergiversa la racionalidad del mecanismo concursal; e incluso, en determinados contextos, se exacerba —en vez de reducirse— el riesgo de *runs* y de pánicos. ¿Debemos replantearnos el sistema de los *safe harbours*? Caben a este respecto algunas consideraciones:

1. Con el objeto de introducir sentido en la regulación, es imprescindible entender previamente la realidad regulada. Es oportuno por ello diseccionar el mercado global de los instrumentos financieros y separar dos ámbitos cualitativamente distintos: las transacciones entre entidades financieras y las realizadas entre entidades financieras y entidades no financieras. Las empresas del sector financiero son los jugadores en este mercado, en cuyo seno se mueve el grueso de la contratación de los instrumentos financieros. El tamaño de la cartera de derivados de algunos bancos de inversión muestra a las claras esta diferencia. El otro mercado —de dimensiones más modestas— tiene como participantes a las empresas financieras de un lado y a las empresas de la economía real o productiva del otro. Típicamente, las empresas que tienen carteras de derivados nutridas son empresas de cierta entidad y volumen de negocio: aerolíneas, eléctricas, petroleras, etc. Pues bien, llama la atención que el grueso de los usuarios de derivados que están en concurso no son precisamente entidades financieras, sino usuarios de derivados. Y mientras que las empresas de la industria financiera emplean los derivados para usos de lo más variado y, en gran

medida, como instrumento de financiación, los otros agentes los destinan casi exclusivamente a cubrir sus riesgos empresariales.

La segmentación del mercado de derivados entre el sector financiero y el no financiero precisa una ulterior matización en el caso español. Curiosamente aquí —y a diferencia de otros países— los bancos han descubierto un nicho de mercado, al parecer, lucrativo: colocar *swaps* de tipos de interés entre sus clientes minoristas³⁹. Dado que, como veremos, presenta caracteres idiosincráticos, convendría añadir el sector minorista como un tercer y diferenciado segmento de nuestro análisis del mercado.

Pues bien, el régimen de las excepciones concursales está pensado para aminorar el riesgo sistémico y abaratar la cobertura de los riesgos empresariales. La experiencia nos atestigua dos cosas. La primera es que las empresas del sector financiero, que son las que manejan el mayor volumen de derivados, por lo general, no entran en concurso. La segunda es que las empresas del sector productivo, incluso de cierto tamaño, sí concursan (Martinsa-Fadesa, Reyál Urbis, Pescanova). Pero no todos los concursos de contrapartes de derivados ponen en peligro el sistema financiero y exacerban el riesgo de contagio. El riesgo de exposición del sistema financiero a una empresa no financiera en concurso es reducido: no es probable que un cliente en crisis —ni aunque fueran más— amenace la viabilidad de una institución importante y con ella, de todo el mercado. Hay que distinguir, por lo tanto, el sistema financiero del sistema productivo, también en términos de regulación de los derivados en la insolvencia.

2. Por otro lado, si el propósito es proteger a los mercados financieros del riesgo sistémico, ¿por qué hacerlo a través del régimen concursal? No cabe duda de que las crisis financieras son una seria amenaza para la economía. Pero parece más razonable revisar la regulación del sector financiero en su conjunto de cara a proporcionar estabilidad y evitar las crisis financieras o, al menos, reaccionar adecuadamente a ellas, en vez de confiar en parches de dudosa funcionalidad a estos efectos, como es el caso de los *safe-harbours*⁴⁰.

³⁹ La comercialización de *swaps* de tipos de interés en el sector minorista se enfrenta a problemas de contratación que no son objeto del análisis de este trabajo. El problema de fondo es que se han vendido como seguros, cuando un *swap* no es, en rigor, un seguro, y entraña riesgos difíciles de estimar y de desactivar por parte de contratantes ajenos al funcionamiento de los mercados financieros, lo que les hace muy vulnerables frente a sus contrapartes, los bancos. Pensemos, por ejemplo, que como se trata de obligaciones disociadas, el cliente ha pagado anticipadamente el crédito. Entonces, el *swap* ya no tendría razón de ser —al haber sido contratado en función del crédito—, pero el cliente se va a encontrar con la sorpresa desagradable de que no va a ser tan fácil liquidarlo de manera anticipada como pudiera pensar. Como el *swap* es un instrumento financiero con un valor propio, derivado del potencial flujo de pagos entre el cliente y la entidad de crédito, se ha de calcular el valor de mercado del *swap* en el momento de vencimiento anticipado, que podría resultar favorable, o a recibir, para cualquiera de las partes. Es más, a resultas de dicho cálculo, la deuda del cliente podría ser incluso superior a la del préstamo recibido. En el mercado financiero, en cambio, sabedores de los costes que entraña liquidar posiciones, lo que se hace es cubrirse del riesgo abriendo una posición de signo contrario. No es de extrañar que esta situación haya desembocado en una batalla judicial, cuyo último combate es la sentencia del Tribunal de Justicia de la UE sobre las *swaps* de bancos españoles: es la STJUE 30.5.2013. Estas cuestiones se analizan a fondo en MERCADAL y HERNÁNDEZ PAULSEN (2012).

⁴⁰ GORDON and MULLER (2011, pp. 151 y ss.).

Una de las lecciones que nos ha dejado la crisis financiera es que el concurso es un mecanismo claramente inadecuado e imperfecto para lidiar con la insolvencia de entidades financieras, o entidades con alta negociación de valores y *market making*. El experimento del concurso de Lehman Brothers ha dejado pocas dudas al respecto. El concurso no está pensado ni organizado para solucionar crisis financieras y menos aún para actuar con urgencia. La reducción del riesgo sistémico no está entre los objetivos del Derecho concursal, ni la normativa dispone de los instrumentos para llevar a cabo la estabilización financiera. En cambio, sí lo están la maximización del valor de las empresas, respetar las condiciones contractuales pactadas y asegurar el tratamiento paritario de los acreedores de la misma condición. Curiosamente, las excepciones abren una brecha en la línea de flotación de las reglas concursales, sin por ello obtener necesariamente la principal ventaja que se buscaba, la reducción del riesgo sistémico⁴¹.

Con todo, la alternativa conocida, el rescate de las entidades en crisis con dinero público, manda el mensaje equivocado hacia el futuro —distorsiona los incentivos de estas entidades— y reduce la prevención. De ahí que la regulación del sistema financiero haya comenzado por intentar dotar al sistema de reglas claras que arbitren el estado concursal de empresas del sector financiero con el fin de racionalizar la insolvencia de estas empresas frente al riesgo sistémico⁴². La Dodd Frank o el nuevo sistema español (la Ley 9/2012) diseñan un sistema nuevo y distinto del sistema concursal general sobre el tratamiento de los derivados. Al propio tiempo, en buena lógica la vía de elaborar regímenes concursales específicos para las entidades con riesgo sistémico debería reducir el protagonismo de las excepciones concursales en tanto mecanismos promotores de estabilidad financiera. En realidad, no ha sido así: los nuevos mecanismos concursales diseñados para la especificidad de las instituciones financieras no han desplazado a las excepciones de la normativa concursal común, que continúan en vigor. Se mantienen, pero se debilita poderosamente su sustento legitimador tradicional, la prevención del riesgo sistémico, para el cual hay nuevas —y esperemos— mejores reglas e instituciones específicas.

Al hilo de las reflexiones anteriores surge otra cuestión de carácter sistemático. La duplicidad de mecanismos concursales en atención a la naturaleza del deudor pone en evidencia problemas de coordinación y de falta de integración de las soluciones. El sistema descoordinado sustenta reproches de eficiencia y también de equidad. Al disponer nuestro ordenamiento de dos sistemas concursales, uno común y otro particular de las instituciones financieras, se pone en evidencia la asimetría de unos y otros sujetos concursados en relación con el tratamiento de los derivados. En pocas palabras, las excepciones concursales son de una sola dirección, penalizan el concurso —al deudor y al resto de los acreedores— de un usuario de derivados, pero no operan en sentido contrario, cuando el deudor concursado es una entidad de crédito. Si quien concursa es, por ejemplo, una compañía aérea, el concurso es causa de terminación del contrato, mientras que si el concursado es su contraparte, la entidad financiera, no.

⁴¹ La doctrina es unánime a este respecto, véase *supra* nota 8.

⁴² ALLEN (2012, pp. 1079 y ss.), AWREY (2012, pp. 401 y ss.) y ROE (2013).

3. Si el objetivo es dotarnos de dos sistemas concursales distintos, uno para las empresas del sector financiero, y otro distinto para las empresas del sector productivo, ¿qué hacemos entonces con las reglas específicas en sede concursal? La doctrina especializada americana critica duramente el régimen presente, habiendo cierto consenso sobre la conveniencia de reformarlo. Lo que ya no está tan claro es cómo racionalizar el tratamiento concursal. Un sector de la literatura aboga por derogar sin miramientos el régimen especial y reconducir los instrumentos financieros al uso a contratos más mundanos en sede concursal en atención a su función económica⁴³. Esta orientación no está exenta de riesgos: se abre la puerta a discusiones interminables sobre la tipicidad de la transacción económica representada por el derivado y cuál debería ser su anclaje concursal, con un probable repunte de la litigiosidad. Y esto es así porque bajo el paraguas de los instrumentos financieros hay contratos muy diversos y que podrían ser tratados de distinto modo en sede concursal. El riesgo de inseguridad jurídica afectaría a las grandes empresas. Con todo, es probable que nos condujera a un callejón sin salida. A día de hoy, los derivados se han integrado en nuestro sistema productivo y forman parte de la contratación habitual de las empresas de cierto tamaño. Y de momento, a falta de estudios empíricos fiables, no sabemos con certeza si retirar el subsidio legal a los derivados produciría beneficios netos que compensaran la subida de precios de los derivados, que inevitablemente ocasionaría la abolición de las excepciones. La otra opción, por ello, sería aminorar la externalización de los riesgos en el concurso que provoca el régimen especial, en línea con los pasos que se siguen respecto a los derivados en el sector financiero. Esta cuestión sigue, como puede verse, abierta.

En cambio, no parece dudoso que el actual sistema de excepciones trae más costes que beneficios aplicado al sector minorista (personas físicas y empresas que no son de gran dimensión). Desde esta óptica, sería deseable excluir a este sector del ámbito de aplicación del RDL 5/2005, tal y como hacía o, al menos, permitía la Directiva de Garantías Financieras. En estos casos, parece claro que la regulación concursal especial no aporta beneficio alguno que lo justifique: ni atenúa el riesgo sistémico, ni contribuye de manera significativa a aminorar los riesgos empresariales de manera eficiente y a bajo coste. En cambio, son notables los costes que ocasionan las excepciones concursales. Distorsionan la contratación al promocionar la venta de derivados frente a otros contratos no protegidos: por ejemplo, en vez de contratar una hipoteca a tipo fijo se contrata a interés variable con un *swap* de tipo de interés. Distorsionan el concurso, desplazando el riesgo de insolvencia sobre otros acreedores. Se podría argumentar que entonces subirían los precios del aseguramiento frente a las oscilaciones de los tipos de interés, lo cual es probablemente cierto. Pero me atrevo a afirmar que, aún y todo, no compensa desde un análisis coste-beneficio. Esta recomendación es tanto más evidente a la luz de la experiencia española. Como se verá a continuación, el legislador español, en vez de intervenir para corregir o minimizar los costes, lo ha hecho en sustancia para agravarlos⁴⁴.

⁴³ SKEEL Jr. and JACKSON (2012, pp. 152-202). Sin embargo, LUBBEN (2012).

⁴⁴ Con el beneplácito de la doctrina, OLIVENCIA RUIZ (2010, pp. 9-65), MUÑOZ PÉREZ (2012, pp. 111-130) y FERNÁNDEZ PÉREZ (2012).

5. ¿Cómo racionalizar la aplicación del régimen concursal especial?

La siguiente estación natural de este estudio pasaría por indagar los límites de la aplicación de los *safe harbours* en su puesta en práctica. En apartados anteriores hemos constatado la alta factura que puede suponer esta regulación especial. De *lege ferenda*, queda sobre la mesa la necesidad de repensar el sistema de excepciones concursales para los instrumentos financieros y su engarce entre el sector financiero y la economía real o productiva. De *lege lata*, la cuestión que se plantea es si es posible racionalizar o acompasar su tratamiento legal vigente con la lógica y los fines del concurso. Hemos constatado que las reglas concursales excepcionales no hacen que el riesgo desaparezca, sino que acrece a los otros acreedores concursales. En otras palabras, se trataría de ver si es posible minimizar el impacto de las externalidades de las normas singulares para instrumentos derivados sobre el concurso. Naturalmente, los encargados de llevar a cabo esta tarea serían los jueces, que son quienes tienen que decidir sobre los conflictos que plantean en sede concursal las reglas excepcionales. Desde esta óptica, el régimen excepcional debe ser sometido a una interpretación restrictiva con el fin de poner coto a los casos extremos de uso inadecuado o excesivo de los instrumentos financieros, aquellos en los que los acreedores —financieros— transmutan un contrato cualquiera, por ejemplo, un préstamo, en algún tipo de derivado sujeto a régimen especial. Esta tendencia podría haberse visto incentivada por el propio régimen excepcional: las entidades de crédito buscarían optimizar el rendimiento de sus derechos contractuales redirigiendo operaciones habituales a la vestidura de instrumentos financieros. El carácter desorbitado de los beneficios concursales, la debilidad de su justificación y las potenciales externalidades que generan en el concurso aconsejan la interpretación restrictiva de los mismos. Una cosa es aplicar la regulación de los derivados a éstos y otra bien distinta es que se aplique a contratos “normales”, simples o complejos, que se acogen a la caracterización como derivados para evadir el mecanismo concursal. Con todo, se ha de proceder *cum grano salis*: debe evitarse el riesgo de abrir la puerta a la recalificación *per se* de los contratos de derivados legítimos en función de su sustancia económica.

He de apresurarme a decir que no es esto lo que ha venido sucediendo en nuestro país, o al menos, no del todo. La litigiosidad en esta materia no está relacionada con el concurso de entidades financieras o bancos de inversión, ni siquiera con el concurso de grandes empresas que cuentan con un departamento de gestión de riesgos dedicado a administrar una nutrida cartera de productos derivados. Lejos de afectar al sector financiero, la inmensa mayoría de los casos conflictivos se refiere a pequeños negocios que entran en concurso y que contrataron un *swap* de tipo de interés para —supuestamente— cubrirse del riesgo de que la factura del crédito o del préstamo hipotecario no se desbocara al alza. En estos casos, lo habitual es que el notional, la cantidad sobre la que se acuerda calcular el *swap*, sea la cifra de capital de un crédito o préstamo concertado —con frecuencia además a la vez— con la misma entidad bancaria.

En estas circunstancias, uno tendería a pensar que, hipotéticamente y con la regulación especial en la mano, las entidades bancarias deberían haber hecho valer la cláusula de vencimiento anticipado por causa de concurso si están *in the money*. En caso de conflicto, los tribunales hubieran tenido que valorar si se estaba usando la figura del *swap* de manera abusiva o

fraudulenta. Pero nada de esto ha sucedido. En cambio, el legislador español ha añadido de su propia cosecha reglas adicionales al sistema excepcional que encontramos en la mayoría de los países y, desde luego en los desarrollados. Estas adiciones llevan al sin sentido de mudar el crédito resultante de la resolución anticipada de crédito ordinario en crédito contra la masa o prededucible si el incumplimiento es posterior a la declaración de concurso. Un momento, ¿por qué crear un problema que no existía? ¿Por qué las entidades bancarias no iban a querer utilizar el sistema de defensa de sus créditos pactado contractualmente y bendecido por el legislador, el mecanismo de la terminación anticipada por causa de concurso?

5.1. *Spain is different: el caso de los swaps de tipo de interés*

La génesis de este nuevo entorno normativo es fácil de explicar. Como hemos visto, los conflictos se presentan en relación con contratos de permutas financieras de tipos de interés en el sector minorista. La penetración de los derivados entre pequeñas empresas y particulares en nuestro país puede estar relacionada con la Ley 36/2003 de 11 de noviembre, de Medidas de Reforma Económica, la cual estableció en su artículo decimonoveno la obligación de las entidades de crédito de informar a sus deudores hipotecarios con los que hubieran suscrito préstamos a tipo de interés variable acerca de los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tuvieran disponibles y el ofrecimiento de al menos uno de ellos a quienes soliciten ese tipo de préstamos. Esta finalidad ha sido subrayada posteriormente por el Banco de España en su Circular 3/2008, de 22 de mayo. El objetivo podría parecer paternalista: el legislador instó a las entidades de crédito a que ofreciesen a sus clientes instrumentos que les permitieran cubrirse frente al riesgo del mercado, a que el Euribor evolucionara de manera alcista. La respuesta del sector financiero fue vender *swaps* de tipos de interés⁴⁵. Lo que pasa es que la cobertura de los tipos de interés a través de *swaps* no constituye un seguro en sentido estricto y puede producir el efecto contrario al deseado: al añadir al original de sus operaciones el riesgo propio del derivado financiero contratado, el riesgo total al que estaban expuestos se ve incrementado. Esto es justamente lo ocurrido, con el agravante añadido de que la crisis económica ha acentuado la mortalidad de estos negocios y se han hundido los tipos de interés en un horizonte de recesión, lo que ha desembocado en un largo periodo en que la aleatoriedad del derivado en favor del banco es prácticamente nula. En cualquier caso, no debemos olvidar que el riesgo que la entidad financiera asume frente al cliente por el *swap* lo traslada al mercado mediante la contratación de una operación similar de signo contrario. Es decir, el negocio del banco no reside en la toma de riesgo, pues está blindado, sino en el margen de colocación: el banco ganará siempre lo mismo —el margen—, con independencia de que el cliente gane o pierda en función de las variaciones del tipo de interés.

⁴⁵ Sin duda, los *swaps* no son nuevos, pero su penetración en el sector minorista sí. Hasta entonces, era un producto contratado entre profesionales y en mercados especializados. Entiendo que este cambio de mercado ha provocado la “mala fama” de los derivados, cuya complejidad y asimetrías de información lo hace poco recomendable en el sector minorista. Sin embargo, GÓMEZ (2011, p. 6), sostiene que son contratos asequibles y bondadosos.

Nótese que los problemas que plantean las excepciones concursales se aprecian de manera ejemplar en este grupo de casos. Pensemos en el préstamo hipotecario con un *swap* de tipo de interés. El resultado económico de la transacción es la contratación de una hipoteca con tipo variable limitado, en lugar de a tipo variable puro (nótese que estos casos no son comunes en otros países europeos, en dónde la gran mayoría de las hipotecas son a tipo fijo)⁴⁶. Al contratar una hipoteca a interés fijo a través de un *swap* sobre una hipoteca a interés variable, el *swap* (*rectius*, la resistencia concursal del *swap*) hace que el riesgo de la operación se traslade a terceros que no han sido parte de la transacción, en lugar de ser soportado o internalizado por los contratantes. Esto es lo que se conoce como una externalidad. En otras palabras, se reduce el coste de contratación de la permuta financiera, pero se aumentan los costes del concurso, que recaen directamente sobre las espaldas de los demás acreedores del concursado.

Las entidades bancarias han seguido un modo de obrar frente al concurso de la contraparte que, en principio, no estaba en el guión⁴⁷. Como hemos visto, la función principal de los *safe-harbours* que introduce la Directiva de Garantías Financieras a escala europea, y el RDL 5/2005 entre nosotros, es la de proporcionar un mecanismo de vencimiento anticipado por motivo del concurso, con el objeto de que la entidad de crédito pueda minimizar su exposición y controlar la volatilidad de los derivados. Es decir, un régimen especial en toda regla. Lo esperable, por lo tanto, es que el banco cierre su posición y se lleve su garantía antes de que el concurso ni siquiera haya echado a andar. No es eso, sin embargo, lo que sucede en la casuística española. En el concurso de la pastelería o del taller, el banco no ejecuta casi nunca la facultad de vencimiento anticipado por la declaración del concurso y se apropia de las garantías —que es lo que dictaría el sistema especial aplicable al caso—. Al contrario, como normalmente los *swaps* no están garantizados y los tipos de interés permanecen prácticamente congelados en tipos bajísimos, prefieren engrosar la lista de acreedores. El objetivo de esta estrategia es claro: las entidades bancarias hacen valer que el contrato de permuta financiera permanece en vigor, los pagos se seguirán devengando conforme a lo estipulado en el contrato y, en consecuencia, en aplicación de las reglas generales de los contratos recíprocos, las prestaciones devengadas y pendientes de cumplimiento —naturalmente, siempre a cargo del deudor concursado en la actual coyuntura— serían, aplicando con tiralíneas la ley concursal, deudas de la masa. En caso contrario, de ser la entidad financiera la obligada al pago, no tiene nunca incentivos para terminarlo pues sus pagos están cubiertos por el derivado de sentido contrario con el que protegió su posición. La parte *in bonis* estaría mejor sin resolver el contrato cuando haya masa y el crédito no estuviera garantizado. Las reformas del art. 16.2 del RDL 5/2005 (operadas por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago y por la Ley 7/2011) han venido a dar fuerza de ley a esta interpretación.

⁴⁶ CHAIBI, FERNÁNDEZ DE LIS, IZQUIERDO, LORES, RUBIO y ZURITA (2013).

⁴⁷ SOLANA ÁLVAREZ (2011, pp. 23-31).

5.2. Las distorsiones de la “innovación” legislativa española en el concurso

La regulación de los instrumentos financieros en el concurso “a la española” es única en el mundo. El reproche fundamental que se le puede oponer es que la reforma descompone la racionalidad del régimen concursal especial del propio *swap* y su sistema de incentivos, y favorece comportamientos oportunistas de los bancos. Como ya se ha explicado, la liquidación anticipada por motivo del concurso de la contraparte —que, recordémoslo, es la pieza central del engranaje de las excepciones concursales— tiene la calificación de crédito concursal (salvo que estuviera garantizado). El desajuste estriba en que si el banco decide acogerse al régimen concursal especial y resolver anticipadamente el contrato, el crédito será concursal; pero en cambio, si decide mantener vigente el contrato y someterse al régimen concursal común, el crédito resultante se satisfará con cargo a la masa. Y aquí llega una nueva vuelta de tuerca: si se produce un nuevo impago del concursado por una liquidación posterior a la declaración del concurso, la entidad de crédito podrá resolver el *swap* por incumplimiento, y esta vez sí, la liquidación neta se satisfaría con cargo a la masa por tratarse de resolución por incumplimiento posterior a la declaración de concurso (art. 62.4 LC). Pero aún hay más: como liquidar anticipadamente un derivado es prohibitivo, lo más fácil es que la factura agote de un plumazo el remanente patrimonial del concursado, dejando al resto de los acreedores sin posibilidad alguna de satisfacción.

Es importante subrayar que esta derivación de nuestra normativa va más allá de lo dispuesto en la Directiva. Lo que debía haber hecho el legislador español, si quería evitar controversias en sede judicial (“corregir y aclarar otros aspectos no relacionados con la transposición de la directiva, resolviendo así algunos problemas de inseguridad jurídica”, según reza la Exposición de Motivos de la Ley 7/2011), es a mi entender, haber declarado la terminación automática de los contratos de derivados en litigio. Es decir, reducir el margen de actuación estratégica y preservar el sentido de la regulación especial recogido en la Directiva. En cambio, lo que hace es bien distinto. Se da el visto bueno a los intentos de apropiación prioritaria del patrimonio concursal llevado a cabo por las entidades financieras en los concursos. En otras palabras, se redistribuye en favor del acreedor financiero el reparto en sede concursal, agravando aún más las externalidades y los costes para el concurso, y con ello se dan incentivos para que las entidades de crédito actúen de manera interesada *ex post* en perjuicio de la economía del concurso. ¿Por qué tienen que dejar de cobrar los demás acreedores concursales en favor de que lo haga el banco por la liquidación tardía de un *swap*? Las entidades de crédito han buscado maximizar la satisfacción de sus créditos desplazando su riesgo sobre otros acreedores concursales, en vez de beneficiarse de la posibilidad que les brindaba el sistema de excepciones de pactar *ex ante* una garantía financiera con el deudor, alterando así la sistemática y racionalidad interna del concurso.

(i) Las estrategias de *rent-seeking* en el concurso son fuente de ineficiencias que convendría evitar⁴⁸. El sistema concursal especial de los instrumentos financieros está diseñado en todos los sistemas jurídicos para que las entidades financieras tengan incentivos para activar el vencimiento

⁴⁸ ROE and TUNG (2013, pp. 1-34).

anticipado —si están *in the money*— y no hacerlo —si están *out of the money*—. En eso justamente consiste el privilegio. Con razón o sin ella, la *ratio* del régimen especial es que las partes puedan salir rápidamente de sus contratos para que el mercado de derivados pueda ajustarse y restaurar el equilibrio. Por eso, es llamativo que en España se haya promovido una lectura interesada y asistemática de ciertos preceptos de la ley concursal con el propósito de deformar la *ratio* del régimen especial. Así, en aquellos supuestos sin riesgo de volatilidad a corto plazo, como es el caso de los *swaps* de intereses en el sector minorista, hemos visto como en general las contrapartes del concursado han optado por una estrategia clásica de *rent-seeking*. Han maniobrado —con éxito— para influir en el legislador a fin de alterar la prelación y ponerse a la cabeza de los acreedores: en rigor, pasarían de ser acreedores concursales ordinarios a ser acreedores extraconcursoales, que deben ser satisfechos conforme a las normas comunes —de forma inmediata—. De esta manera, se abre la posibilidad —contra toda lógica— de que sea más rentable que el deudor con masa suficiente concurse que si no lo haga.

(ii) Desde una perspectiva consecuencialista, las reformas del RDL 5/2005 promueven la realización de conductas estratégicas *ex post*, lo que repercute en los incentivos de contratación *ex ante*. La reforma del RDL 5/2005 promueve que quede al arbitrio de la entidad financiera la elección del régimen concursal aplicable. Pueden optar por el régimen especial y hacer uso de la facultad de vencimiento anticipado, de tal modo que si lo hacen al inicio del procedimiento concursal, pasan a ser deudores concursales por el importe de liquidación del derivado. O pueden elegir someterse al régimen concursal común, en cuyo caso el incumplimiento posterior motivará la resolución y la liquidación será satisfecha con cargo a la masa. Esta situación induce a conductas estratégicas por parte de las entidades financieras. La decisión dependerá de si se pactó o no una garantía financiera y de la estimación que se haga sobre la evolución de los tipos de interés.

La cuestión de la garantía financiera es de primer orden. El mercado mayorista de *swaps* es paradigmático porque está muy colateralizado (las partes depositan activos líquidos para garantizar sus obligaciones contractuales) y está ajustado, “*marked to market*”, diariamente. En términos prácticos, las partes liquidan el contrato y reentran en un contrato idéntico cada día. Naturalmente, esto influye en la manera de poner precio de mercado⁴⁹. Lo que no puede ser es que en el lado minorista los vendedores de los *swaps* obtengan lo mejor de ambos mundos: si el *swap* está garantizado, son prácticamente inmunes al riesgo de impago (resuelven y se apropian extraconcursoalmente de toda la garantía). Si no tienen protección por garantía financiera externalizan, al adquirir el carácter de crédito contra la masa, sobre el resto de los acreedores concursales un riesgo ajeno o externo del que éstos no pueden defenderse, ni han podido anticipar. En otras palabras, si tuvieran que pechar personalmente con el riesgo de incumplimiento por la falta de garantía de los *swaps* (en vez de externalizarlo a los demás

⁴⁹ JOHANNES and SUNDARESAN (2007, pp. 383 y ss.). Teóricamente, se muestra que los *swaps* garantizados están libres de riesgo de incumplimiento de la contraparte y que la garantía costosa actúa como *convenience yield* (es decir, como rentabilidad adicional de mantener una posición larga en el subyacente comparada con la compra de un futuro), alterando el descuento de los pagos netos del *swap*.

acreedores concursales) es posible que, haciendo cuentas, no les compensara colocarlos en el sector minorista.

(iii) Desde la perspectiva de la racionalidad del sistema, habría que entender en rigor que la regulación de la ley concursal —art. 61.2 LC— y la regulación especial de los acuerdos de compensación —art. 16 RD 5/2005— son en buena lógica excluyentes y no complementarias, como han venido a consagrar la reformas en España. Pues bien, si excepcionalmente se permite a un acreedor quedar al margen del concurso —que es justamente lo que autoriza el régimen especial en materia de instrumentos financieros— no podrá exigir el cumplimiento del contrato, sino que su acción de cumplimiento se transforme en una de incumplimiento.

La operatividad del mecanismo concursal propiamente dicho se vertebra en función de dos reglas⁵⁰. La primera dice que la colectivización —la entrada del derecho concursal— está diseñado para preservar el valor relativo de los contratos y para evitar maniobras estratégicas de los acreedores. La segunda se basa en la idea que las reglas contractuales relativas a la actividad del concursado no deben relajarse en interés de los acreedores anteriores al momento del concurso. Es decir, la racionalidad de que los créditos contra la masa sean extraconcursoales se justifica por la necesidad de que los terceros se avengan a contratar con una empresa que está ya en concurso. Pues bien, la regulación especial, al reconocer la validez de los pactos contractuales de vencimiento anticipado, saca a los derivados de la colectivización concursal. Alternativamente, la remisión al art. 61.2 LC, califica a los derivados como prededucibles dentro del concurso. Lo que no debiera ser es disfrutar de ambas cosas a la vez. La opción entre vencimiento anticipado —que se sustenta en la idea de que el posible flujo de entrada es prescindible o fungible para el concurso— y la calificación de crédito contra la masa —que lo hace sobre la convicción de que el crédito es valioso para el concurso— es contradictoria en sus propios términos. O se juega con una baraja, con todas sus cartas, o con la otra, con todas las suyas. La regulación que se ha consagrado en España resulta injustificada, porque se sostiene sobre dos presupuestos falsos. Por un lado, se presumiría que el financiador puede optar a su conveniencia entre la regulación especial y la regulación concursal común. De otro, se presupone que, de aplicarse la ley concursal, los derivados entrarían a formar parte de los créditos contra la masa.

Vayamos por partes. Por de pronto, se debiera tener que elegir, como pasa en el resto de los sistemas jurídicos⁵¹, entre usar el privilegio y provocar el vencimiento anticipado del derivado cuando se declarase el concurso, o no usar el privilegio y asumir los riesgos futuros de impagos como cualquier otro acreedor concursal (algo que no hacen en el mercado mayorista si están *in the money*). *A sensu contrario* supone que no cabe exigir el cumplimiento del contrato en sede concursal, ni que la liquidación se haya de abonar con cargo a la masa⁵². Y esto es así porque la función del vencimiento anticipado es permitir a la parte *in bonis* que salga de la relación, reduzca

⁵⁰ JACKSON (1986, pp. 151 y ss.).

⁵¹ Por ejemplo, en la ley concursal alemana los § 103 y 104 son excluyentes.

⁵² Esta es la posición contundente e indubitada de la doctrina alemana, ANDRES, LEITHAUS und DAHL (2011), KROTH (2010) y JAHN und FRIED (2008).

pérdidas potenciales al poder entrar en una relación de sustitución y así reducir el riesgo sistémico en el conjunto de la estructura del mercado. Su propósito es reducir la volatilidad, no afianzar el pago de la deuda ya existente, porque para eso ya están las garantías financieras. Por eso, si se utiliza el privilegio y la deuda no está garantizada, será, en todo caso, concursal⁵³.

En cambio, en el supuesto normal de los contratos recíprocos, la protección que ofrece la ley concursal a la contraparte del concursado tiene otro fundamento. En este caso, la declaración del concurso no afecta a la vigencia de los contratos —como es el caso regular de los contratos existentes en el momento de la declaración de concurso—. En efecto, la razón de ser de los créditos contra la masa se justificaría por corresponder con lo que establecería un acuerdo hipotético entre los acreedores. *Ex ante*, los acreedores estarían conformes en que les merece la pena reinvertir una parte del activo repartible (dejando que quien permite que la empresa no muera y siga obteniendo ingresos cobre antes que ellos) para mantener la empresa en funcionamiento, y financiar de este modo la actividad de la empresa concursada, con el fin de maximizar *ex post* la satisfacción de sus créditos. De ahí que la declaración de concurso no interrumpa la continuación de la actividad profesional o empresarial. Por eso es sensato satisfacer con preferencia tanto los costes necesarios para llevar a buen fin el concurso, como los relativos a la eficiente administración del patrimonio del deudor y la gestión productiva de la empresa. Justamente para garantizar este propósito, ordenamientos como el norteamericano o el alemán facultan a la administración concursal la capacidad de rechazar *ex ante* contratos bilaterales, al considerar que no son en interés del concurso (es decir, de maximizar *ex post* el valor de la empresa para los acreedores). Nuestro ordenamiento prevé un mecanismo similar, pero *ex post*, a través de la resolución *ex art.* 61.2 LC. La finalidad, en ambos casos, es idéntica: no todos los contratos recíprocos son, por definición, productivos para el concurso. Así mirado, la facultad para resolver contratos recíprocos de la administración concursal *ex art.* 61.2 LC sería una pieza crucial e inescindible del régimen de formación de los créditos contra la masa.

Sentado lo anterior, supongamos por un momento que fuera de aplicación el régimen concursal común a los instrumentos financieros en lugar de la ley especial. Lo suyo sería que la administración concursal aceptara los *swaps* “buenos” y rechazara los *swaps* “malos” (según esté el concursado “*in the money*” o “*out of the money*”). Pero esta no es la solución que de modo natural se alcanza en derecho español. Podría pensarse a primera vista que la protección *ex post* del interés del concurso, a través de la resolución por la administración concursal, marca la diferencia frente a otros ordenamientos. Al asentarse en la regla de continuidad de los contratos, salvo reserva de resolución por la administración concursal, es fácil que por mera inercia cualquier contrato bilateral tienda a conservarse en el concurso y, eventualmente, a generar créditos contra la masa. Pero no es éste el motivo. La diferencia fundamental estriba en que nuestra ley concursal califica la indemnización como crédito contra la masa, en vez de concursal⁵⁴. Y esto eleva significativamente los costes, y trastoca los incentivos de la

⁵³ Esta conclusión es pacífica en la doctrina alemana, v. las referencias al respecto de FUCHS (2013).

⁵⁴ En el derecho alemán, véase § 103 Abs 2 Satz 1 InsO, NERLICH, RÖMERMANN und BALTHASAR (2009), § 103, marginal 63, ANDRES und LEITHAUS (2011), § 103, marginal 35. En Derecho norteamericano, véase § 365 Bankruptcy Code.

administración concursal en interés del concurso, pudiendo incluso llegar a obstruir el ejercicio mismo de la resolución (y, por eso, el *quantum* de la indemnización —que se ha querido blindar en el art. 16.2 RDL 5/2005— debe racionalizarse en interés del concurso. Puestas así las cosas se comprende sin esfuerzo que el acento de la discusión entre nosotros se haya querido poner en proclamar —y denegar— que los contratos de permuta financiera sean contratos recíprocos *ex art.* 61.2 LC⁵⁵.

Con todo, en rigor, las reglas concursales sobre los créditos contra la masa son más complejas. Y, a mi juicio, aquí reside el nudo de la cuestión. En efecto, la calificación de un crédito como prededucible no depende tanto de la naturaleza jurídica del contrato —que el derivado sea o no sea un contrato recíproco—, ni siquiera de criterios temporales —que se trate de contratos cuyo cumplimiento se haya producido con posterioridad a la declaración de concurso—. El fundamento de la calificación reside más bien en un criterio teleológico: atender a la finalidad y la *ratio* de las reglas que prevén la existencia de los créditos contra la masa. En otras palabras, la prioridad de los créditos contra la masa se explica en atención a la función que cumplen⁵⁶, y desde esta perspectiva, los *swaps* no acaban de encajar en esta categoría.

Bien mirado, no se alcanza a comprender qué valor aporta el contrato de permuta financiera al propio procedimiento concursal o a la continuidad de la actividad del deudor⁵⁷. Los *swaps* son contratos fungibles que, llegado el caso, pueden ser fácilmente reemplazados por contratos idénticos. El valor que pueda generar la empresa en funcionamiento no dependerá en ningún caso de que los contratos de derivados sigan desplegando sus efectos como si el concurso no hubiera ocurrido. Esto se cumple a la perfección cuando los contratantes son empresas financieras, que son los destinatarios principales de la regulación especial. Pero también vale para empresas no financieras: si el *swap* es valioso para la empresa, se puede volver a contratar, o si son muy especializados, se renegociará con la contraparte.

5.3. La batalla en los tribunales y la difícil posición de los jueces

Entremos ahora a analizar la cuestión judicial, qué tanto ha dado que hablar. A mi modo de ver, y a la vista de los repertorios de jurisprudencia en la materia, es posible contar dos historias distintas. Una relataría cómo los jueces han hecho oídos sordos al plan legal de decretar un ámbito de especialidad concursal para los acuerdos de compensación contractual. Y como los jueces, en general, no suelen ser expertos en instrumentos financieros, su falta de pericia y experiencia en este concreto terreno les ha llevado a incurrir en el resultado que se pretendía evitar: atentar una y otra vez contra la eficacia y la seguridad jurídica de los acuerdos de compensación contractual.

⁵⁵ Y claramente, la jurisprudencia ha entrado al trapo, poniendo en duda la calificación alegada por las entidades financieras, SSTS, 1^a, 8.1.2013 (RJ 1631) y 9.1.2013 (RJ 1633).

⁵⁶ BELTRÁN (2004, p. 1500-1501) y SALELLES (2004, p. 661).

⁵⁷ EDWARDS and MORRISON (2005, pp. 114 y ss.).

Aunque conviene precisar que este relato tendría más credibilidad si las entidades financieras se hubieran ajustado al guión que marcaba en cada momento la ley especial, supongamos por un momento que esa es la narración y descripción correcta de lo ocurrido, como hace gran parte de la doctrina especializada. No es fácil familiarizarse con el funcionamiento de los instrumentos financieros, cuya mecánica basada en el *netting* hace que su naturaleza jurídica se ajuste mal, se mire como se mire, a los moldes tradicionales. Tampoco resulta sencillo justificar —y admitir— que el concurso tenga que renunciar a dos de sus más firmes pilares, las prohibiciones en materia de compensación y de vencimiento anticipado. Y como los contratos de permuta financiera están sometidos al régimen especial concursal por razón de su cobertura bajo la forma de acuerdo de compensación, cabría la tentación —prosigue el argumento— de recalificarlos en función de su sustrato económico, con el propósito de aplicar el régimen general concursal —como al resto de los acreedores- en vez del régimen especial—.

Pero también se puede relatar la historia de los embates judiciales frente a los *swaps* en las justas de los concursos de una forma bien distinta. Cabría apuntar a que el detonante de la posición de los jueces frente a las excepciones concursales ha podido ser —como ya se ha adelantado— la propia pretensión de las entidades financieras de que las liquidaciones de los *swaps* fueran abonadas con cargo a la masa, esto es, con total preferencia frente a los acreedores ordinarios (proveedores, acreedores comerciales, etc.). Para ello se había de calificar el contrato de permuta financiera como un contrato recíproco *ex art.* 61 LC. Este resultado es el que —con buen criterio económico y jurídico, entiendo— los jueces han intentado esquivar. Ha sido la pretensión de disfrutar a la vez de las ventajas fuera del concurso y también dentro del mismo lo que ha desencadenado en buena medida la peripecia procesal española. Con el fin de sortear la calificación de la deuda como prededucible —y sustraerse de la letra de las normas concursales alegadas por las entidades financieras en sustento de su posición—, se ha puesto en cuestión por los tribunales la naturaleza jurídica de los derivados alegada por los abogados de las entidades financieras. En esta línea, se ha calificado al *swap* de contrato aleatorio⁵⁸, contrato no autónomo⁵⁹, de obligaciones unilaterales⁶⁰, de intereses⁶¹ y de obligaciones no recíprocas⁶².

Este segundo relato se ajusta bien a la cronología de lo sucedido, aunque probablemente no explique todos y cada uno de los casos que se han debatido en los tribunales. Y vaya por delante que no me parece deseable ponerse a discutir cuánto de aleatorio o de recíproco tienen unos u

⁵⁸ SSJM de Barcelona, núm. 2, 19.11.2008 (JUR 13127), 16.11.2009, 30.11.2009 (JUR 93882), 25.1.2010 (JUR 91201) y 3.3.2010 y SAP Zaragoza, Sec. 5^a, 19.1.2011 (AC 297).

⁵⁹ SJM de Barcelona, núm. 8, 29.3.2010 y SJM Zaragoza, núm. 2, 29.4.2010 (JUR 189779).

⁶⁰ SAP Barcelona, Sec. 15^a, 16.5.2011 (AC 1250).

⁶¹ SJM de Barcelona, núm. 4, 28.9.2009 (AC 2105).

⁶² SAP Barcelona, Sec. 15^a, 13.3.2012 (JUR 170023). El ejemplo más gráfico es la doctrina del TS: SSTS, 1^a, 8.1.2013 (RJ 1631) y 9.1.2013 (RJ 1633), según la cual las obligaciones de pagar flujos de dinero en un *swap* no constituyen relación sinalagmática y por tanto quedan fuera del art. 61.2 LC.

otros instrumentos financieros porque, al hacerlo, se abre la puerta al oportunismo “jurídico”: se corre el riesgo de distorsionar el funcionamiento de los instrumentos financieros y comprometer su seguridad jurídica con tal de ganar un asunto concreto en los tribunales. Cosa sin importancia, se podría pensar, atendiendo a los que pasan por el juzgado, pero de primer orden para el mercado de derivados en nuestro país, que no está en absoluto representado por los *swaps* de tipo de interés, vendidos a clientes minoristas, que han sido objeto de atención judicial. Es preciso recordar que la racionalidad de la exclusión de los derivados del régimen general del concurso en la mayoría de los países, y de reconducirlos a un régimen especial descansa en parte en el prejuicio, cierto o no, que los mercados financieros y de derivados son demasiado complejos para ser tratados con el mismo instrumentario que el resto de los contratos⁶³. Hasta aquí la cuestión es clara.

Ahora bien, dicho esto, entiendo que si lo que se pretende es hacer encajar a los contratos de permuta financiera en la letra de la ley concursal al margen del régimen especial, las reglas del juego cambian. En este caso, habría que pensar el encaje de cada tipo particular de instrumento financiero —porque el elenco es muy variado desde la perspectiva funcional— en las categorías concursales generales. Y para ello ya no vale el criterio estrictamente formal o de consideración global de todos como una sola categoría; en buena lógica habría que tratar cada contrato en función de su verdadero sustrato económico, sin acudir al *catch-all term* del acuerdo de compensación.

La ley concursal no trata a todos los contratos por igual. Debemos conceder que el *close-out netting* es irrenunciable en estos contratos, porque permite reducir la exposición conjunta de las partes y, en definitiva, el riesgo total en el mercado de derivados⁶⁴. Por ello, no queda otra alternativa que articularlo y acompañarlo con la maquinaria concursal⁶⁵. Pero, ¿qué calificación daríamos a los distintos contratos de derivados u otros instrumentos financieros en sede concursal? Se ha dado por supuesto que los *swaps* de tipo de interés pudieran alojarse en la categoría de contratos recíprocos con el propósito de encontrarles cabida en los arts. 61.2 y 84.2.6^o LC⁶⁶. Pero hay una larga lista de derivados con características distintas a los *swaps* de tipo de interés que, en principio, deberían tener distinto acomodo si se tradujeran al régimen concursal

⁶³ SKEEL and JACKSON (2012, p. 160).

⁶⁴ El *netting* es la práctica de compensar posiciones cruzadas. Si la contraparte debe al deudor 50 por un derivado, y el deudor a su vez debe 30 por otro derivado, la obligación neta de la contraparte frente al deudor es de 20. Sobre este particular, MENGLE (2010). Entre nosotros, SANJUAN Y MUÑOZ (2007, pp. 225-228).

⁶⁵ Esta es la posición de SKEEL and JACKSON (2012, pp. 186-189), quienes, sin embargo, proponen derogar la regulación especial —*ergo*, la validez de los acuerdos de vencimiento anticipado— y que los derivados sean tratados como cualquier otro contrato en sede concursal. En nuestro país, OLIVENCIA (2010, pp. 9-65) y José Luis IGLESIAS y José MASSAGUER (2006, pp. 549-592).

⁶⁶ Esto es lo que han mantenido los abogados que han defendido posiciones similares a las de las entidades financieras y lo que finalmente ha recogido el legislador. Por todos, OLIVENCIA (2010, pp. 9-65). Y esto es así sin perjuicio de que, en rigor, no resulte para nada evidente que un *swap*, que se abona por diferencias, por lo que no implica en *stricto sensu* la pendencia de una obligación a expensas de la otra, se corresponda con la categoría tradicional de obligación recíproca, que parece estar pensando en otra cosa. En cualquier caso ésta no debería ser la cuestión merecedora de reflexión.

común. Por ejemplo, los *swaps* pueden cumplir funciones de financiación, y entonces deberían subsumirse en el tratamiento concursal de los préstamos. Lo mismo pasa con otros instrumentos financieros, como las repos, que parece claro que son más bien préstamos garantizados. Acoplar los instrumentos financieros al régimen concursal común es una tarea mucho más comprometida de lo que parece a simple vista. Si el legislador pensara que los instrumentos financieros debieran quedar sometidos a la ley concursal, tendría —entendiendo— que estudiar con sumo cuidado cómo hacerlo⁶⁷. Ha pasado algo bien distinto. El legislador —de manera acrítica y global— ha dado su bendición a la pretensión de una parte de satisfacer la liquidación de todo instrumento financiero, cualquiera que fuera su naturaleza jurídica o su sustrato económico, con cargo a la masa *ex art.* 61. 2 LC.

En fin, tal y como está planteada la batalla judicial, es un juego de todo o nada en función del discernimiento de la naturaleza jurídica de los derivados en litigio. Mal asunto. Paradójicamente, a pesar de contar con una de las normativas más proteccionistas de los instrumentos financieros, corremos el riesgo, precisamente por la reacción frente a los excesos de tal protección, a efectos prácticos, de convertirnos en un país en que la aplicación efectiva de la normativa produce resultados “anti-derivados”.

5.4. ¿Qué hacer?

La pregunta que procede a continuación es si hay manera de minimizar los costes de esta situación. Es indiscutible que el margen de maniobra de los jueces para encauzar y racionalizar las ineficiencias ocasionadas por el RDL 5/2005 se ha ido estrechando. Con todo, los tribunales cumplen en una economía de mercado una función fundamental de *enforcement* de los pactos y de supervisión de la equidad (o mejor dicho, de la no manifiesta falta de equidad) de las transacciones. Y aunque el legislador ha pretendido aislar en buena medida las operaciones financieras del escrutinio de los tribunales, la función jurisdiccional es, en última instancia, irrenunciable, máxime si las partes de la transacción no son profesionales y operadores habituales del mercado financiero. Esto es justamente lo que ocurre cuando se colocan estos instrumentos en el sector minorista. Existen dos vías de actuación que merecerían ser exploradas.

(i) La primera se refiere al “*expertise*” de los jueces para identificar el fraude, la simulación o el abuso. La actual regulación anima a que los bancos prefieran las operaciones de derivados frente a otras. Es evidente que las entidades financieras tienen incentivos para huir del sistema concursal común y ampararse en el sistema privilegiado. Lo que les puede llevar a sucumbir a la tentación de formalizar contratos comunes con las vestiduras de los derivados⁶⁸. Y no sería de extrañar que estas operaciones sean tanto más probables cuanto más apuros financieros sufra el

⁶⁷ Lo arduo de la tarea queda bien reflejado en el trabajo de SKEEL and JACKSON (2012, pp. 169 y ss.) y LUBBEN (2012).

⁶⁸ EDWARDS and MORRISON (2005, pp. 219 y ss.), proporcionan varios ejemplos de cómo transfigurar contratos normales a través de *swaps* para evitar el régimen concursal.

deudor. Estas maniobras deben ser obstaculizadas. El objetivo es aplicar la regulación privilegiada exclusivamente y de manera restringida a los contratos típicos, y a ningún otro.

Entre nosotros, el caso paradigmático a mi entender en este sentido son los préstamos hipotecarios que llevan vinculados un *swap*, relativamente comunes en el sector minorista en España, aunque no lo sea en otros países⁶⁹. Es habitual a tal efecto formalizar un acuerdo de compensación contractual, aunque sea la única transacción que recoja el acuerdo. En principio, el *swap* es un contrato autónomo respecto a las operaciones de pasivo que se pretenden cubrir y en la práctica así suele ser. Eso es lo que hacen las grandes empresas para limitar el riesgo de su pasivo. Lo que pasa es que al implementar estos instrumentos en el sector minorista obliga, a mi juicio, a hacer algunas consideraciones y ajustes.

Al tratarse de operaciones aisladas y poco habituales de los clientes y atadas funcionalmente a la contratación de una hipoteca con la misma entidad, resulta artificioso argumentar que se trata, por definición, de contratos independientes⁷⁰. Es obvio que no son contratos accesorios. La cuestión es otra. Se trata de dilucidar si el contrato de cobertura y el *swap* están funcionalmente vinculados en el diseño de una misma operación, cuyo propósito fundamental es rehuir la aplicación del régimen concursal común. Es decir, el contrato de permuta financiera se puede utilizar con el propósito de modificar el fin contractual perseguido por las partes a través del contrato subyacente: se logra el mismo resultado económico, sea contratando directamente un crédito a interés fijo o variable limitado o articulando la operación vinculada. De hecho, la contratación del *swap* comúnmente conduce a obtener condiciones financieras más beneficiosas en el préstamo, que es la razón principal de su contratación. Con todo, la elección de la formalización de la operación de una manera u otra sería neutra o irrelevante, si no fuera porque las ventajas concursales de los derivados pueden repercutir fuerte y negativamente sobre los acreedores ordinarios, por lo que los jueces deben vigilar que la aplicación del RDL 5/2005 sea restrictiva. El propósito es preservar la *ratio* de la regulación especial, que es la de evitar que se pueda poner en peligro el sistema financiero y, a la vez, velar para que no haya abusos y se utilice el *swap* de manera oportunista en detrimento del interés de otros acreedores ajenos a la transacción. Esto no significa que con carácter general los *swaps* de tipo de interés sean pactos de intereses, que no lo son⁷¹. Ni tampoco que los *swaps* sean contratos accesorios. Significa que en algunas ocasiones los *swaps* pueden configurarse para articular transacciones ordinarias y con el fin de beneficiarse de una regulación concursal que de otra manera no le sería aplicable.

⁶⁹ En este manual, LOPUCKI and MIRICK (2005) muestran cómo evitar la regulación concursal común y sujetarse al régimen especial contratando simultáneamente el préstamo y el *swap* de tipo de interés.

⁷⁰ OLIVENCIA (2010, p. 54). No es dudoso que los contratos no son accesorios y despliegan sus efectos de forma independiente. La cuestión importante es si el resultado económico se podría haber conseguido mediante un contrato "corriente" o no financiero, y se acude a una fórmula vinculada con el fin de evitar la regulación concursal común.

⁷¹ OLIVENCIA (2010, p.44).

(ii) La segunda reflexión se refiere a la facultad de los jueces de mitigar la cláusula penal *ex art.* 1154 CC. Una de las características del tratamiento concursal de los contratos recíprocos es que el deudor o la administración concursal, según el caso, puede aceptarlos —asumir el cumplimiento, cuando se piensa que el valor de cumplimiento excede el valor de indemnizar— o rechazarlos —instar su resolución en interés del concurso cuando se considera que el valor de indemnizar excede el valor de cumplimiento del contrato—. El deudor o la administración concursal podrían solicitar la resolución del derivado en interés del concurso *ex art.* 61.2 LC, es decir, cuando sea necesario para conservar la masa activa de la manera más eficiente para los intereses del concurso⁷². En principio, cuando vence anticipadamente un *swap*, la entidad financiera calcula el precio del mismo en el mercado a la fecha de vencimiento y se computa el importe que una de las partes abonará a la otra en concepto de daños y perjuicios por el vencimiento anticipado del contrato de permuta financiera. Es decir, se aplican las reglas contenidas en el acuerdo de compensación para calcular el valor del derivado en el supuesto de vencimiento anticipado. El agente liquidador sería el encargado de liquidar la deuda de acuerdo conforme a los criterios contenidos en el propio derivado (y no la administración concursal aplicando los arts. 88.3 y 88.4 LC). Hasta aquí, nada que objetar. El problema es que el montante resultante para la masa sea tan elevado que directamente obstaculice la puesta en marcha de esta alternativa en interés del concurso: cerrar una posición en los mercados financieros suele ser prohibitivo.

A mi entender, la solución de esta situación de excesiva onerosidad ha de sustanciarse por la vía de la falta de acuerdo y los trámites del incidente concursal, en cuyo caso entraría en juego la facultad moderadora de los jueces (*art.* 61.2 LC en conexión con el *art.* 1154 CC). Se trata de un mecanismo de revisión judicial de la cláusula penal o liquidación predeterminada y anticipada del daño por incumplimiento contractual de carácter imperativo. El propósito de la regla es graduar o corregir equitativamente el rigor de la estipulación penal (la indemnización), cuando la moderación sea reclamada por el deudor que ha cumplido en parte la prestación⁷³. Éste es quizás el instrumento más eficaz para frenar los comportamientos inadecuados por parte de algunos bancos con el fin de apropiarse del patrimonio concursal (el desarreglo no reside en la *close-out amount* como tal, sino la excesiva onerosidad que se crea para el resto de los acreedores si ha de ser abonada con cargo a la masa).

Si el juez estima que la valoración equitativa del caso puede dar lugar a una reducción considerable de la pena estipulada, no habrá en el futuro incentivos para forzar la vigencia del contrato, y optarán en cambio por sujetarse al mecanismo del vencimiento anticipado por causa de concurso. Por ejemplo, puede determinar que la cantidad equitativa a pagar en interés del concurso sea el coste de sustitución, esto es, el coste de reemplazar el *swap* en el mercado por parte de la entidad financiera. Piénsese que el vencimiento anticipado deja al descubierto la posición del banco, que queda obligado a cumplir con la posición —corta o larga— que permanece abierta. Por eso es práctica común de los bancos contratar un *swap* de sustitución al vencido que cubra el riesgo de exposición (recordemos que el negocio de la entidades financieras no está en

⁷² MARTÍNEZ FLÓREZ (2004, p. 1147).

⁷³ RODRÍGUEZ TAPIAS (2011, pp. 337-339).

tomar riesgos, sino en el margen). De ser así, es posible que las entidades financieras reconsideren proseguir con este tipo de estrategias. Un rápido análisis coste-beneficio les persuadiría de la alternativa más acorde con sus intereses. Paralelamente se pondría freno a las externalidades e ineficiencias que el recurso al incumplimiento posterior a la declaración de concurso infringen en el patrimonio concursal. Y, de paso, nos alinearíamos con los países de nuestro entorno en relación con el tratamiento de esta materia.

A modo de conclusión, se ha argumentado en estas páginas que la regulación especial es un subsidio legal a la industria de derivados, por mucho que se trate de justificar su conveniencia en favor de la reducción del riesgo sistémico. Falta por verificar si la promoción de los derivados en el mercado mayorista compensa los costes sociales que infringe la regulación especial. Con todo, el caso español es singular, el subsidio legal prioriza la distribución de los derivados en el sector minorista. En este caso no es difícil aventurar que los números no salen.

6. *Tabla de jurisprudencia citada*

Tribunal Justicia Unión Europea

<i>Sala y Fecha</i>	<i>Referencia</i>	<i>Partes</i>
Sala 4 ^a , 30.5.2013	C-604/11	<i>Genil 48, S.L. y Comercial Hostelera de Grandes Vinos, S.L., v Bankinter, S.A. y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.</i>

Tribunal Supremo

<i>Sala y Fecha</i>	<i>Referencia</i>	<i>Magistrado Ponente</i>
1 ^a , 8.1.2013	RJ 1631	<i>Rafael Gimeno-Bayón Cobos</i>
1 ^a , 9.1.2013	RJ 1633	<i>Rafael Gimeno-Bayón Cobos</i>

Audiencia Provincial

<i>Tribunal y Fecha</i>	<i>Referencia</i>	<i>Magistrado Ponente</i>
Zaragoza, 19.1.2011	AC 297	<i>Alfonso María Martínez Areso</i>
Barcelona, 16.5.2011	AC 1250	<i>Luis Garrido Espá</i>
Barcelona, 13.3.2012	JUR 170023	<i>Juan Francisco Garnica Martín</i>

Juzgado de lo Mercantil

<i>Tribunal, Número y Fecha</i>	<i>Referencia</i>	<i>Magistrado Ponente</i>
Barcelona, núm. 2, 19.11.2008	JUR 13127	José María Ribelles Arellano
Barcelona, núm. 4, 28.9.2009	AC 2105	Luis Rodríguez Vega
Barcelona, núm. 2, 30.11.2009	JUR 93882	José María Ribelles Arellano
Barcelona, núm. 2, 25.1.2010	JUR 91201	José María Ribelles Arellano
Zaragoza, núm. 2, 29.4.2010	JUR 189779	Desconocido

7. Bibliografía

Julia Lees ALLEN (2012), “Derivatives clearinghouses and systemic risk: A bankruptcy and Dodd Frank analysis”, *Stan. L. Rev.*, vol. 64, pp. 1079 y ss.

Dirk ANDRES, Rolf LEITHAUS und Michael DAHL, *Insolvenzordnung* (2011), 2^a ed. C.H. Beck, Leinen.

Dan AWREY (2012), “Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets”, *Harv. Buss. L. Rev.*, vol. 2, pp. 401 y ss.

Kenneth AYOTTE and Hayong YUN (2007), “Matching bankruptcy laws to legal environments”, *JLEO*, vol. 25, pp. 2 y ss.

Kenneth AYOTTE and David A. SKEEL (2010), “Bankruptcy or bailouts”, *J. Corp. L.*, vol. 35, p. 469-498.

Douglas G. BAIRD (1998), “Bankruptcy's Uncontested Axioms”, *Yale L. J.*, vol. 108, pp. 573-599.

Robert P. BARLETT III (2010), “Inefficiencies in the information ticket: a case study of derivatives disclosure during the financial crisis”, *J. of Corp. L.*, vol. 36, pp. 1 y ss.

Lucian BEBCHUCK and Jesse M. FRIED (1996), “The uneasy case for the priority of unsecured claims in bankruptcy”, *Yale L. J.*, vol. 105, pp. 1281-1350.

Emilio BELTRÁN (2004), “Créditos concursales y créditos contra la masa”, en Ángel ROJO y Emilio BELTRÁN (Dirs.), *Comentario de la ley concursal*, T. I, Civitas, Madrid.

John BIGGINS and Colin SCOTT (2012), “Public-private relations in a transnational private regulatory regime: ISDA, the state and OTC derivatives market reform”, *EBOR*, vol. 13, pp. 309-346.

Robert R. BLISS and George G. KAUFMAN (2006), "Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral, and Closeout", *J. Fin. Stab.*, vol. 2, pp. 55-70.

Patrick BOLTON and Martin OEHMKE (2012), "Should Derivatives be Privileged in Bankruptcy", *NBER Working paper*, núm. 17599.

Patrick BOLTON, Tano SANTOS and -Jose A. SCHEINKMAN (2011), "Cream skimming in financial markets", *National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts* (<http://www.princeton.edu/main/>).

Ángel CARRASCO PERERA (2012), "Financial collateral law and practice in Spanish courts", *J. I. B. I. R.*, vol. 10, pp. 433 y ss.

Marco CELENTANI, Miguel GARCÍA-POSADA y Fernando GÓMEZ POMAR (2012), "El enigma de los concursos empresariales en España y la crisis", en Samuel BENTOLILA, Michele BOLDRIN, Javier DÍAZ-GIMÉNEZ y Juan J. DOLADO (Coords.), *La Crisis de la Economía Española: Análisis Económico de la Gran Recesión*, FEDEA Monografías, pp. 388-469.

Saifeddine CHAIBI, Santiago FERNÁNDEZ DE LIS, José Félix IZQUIERDO, Félix LORES, Ana RUBIO y Jaime ZURITA (2013), "Some international trends in the regulation of mortgage markets: Implications for Spain", *Working paper 13/17, BBVA Research* (<http://www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>).

José Manuel CUENCA (2010), "La (imposible) aplicación del artículo 59 de la Ley Concursal a las permutas financieras de intereses (IRS)", *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 798, pp. 1-11.

Emilio DÍAZ RUIZ y Salvador RUIZ BACHS (2003), "Efectos indeseables de la nueva ley concursal sobre el sistema financiero", *La Ley*, núm. 5825, pp. 1531-1538.

---(2010), "Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (interest rate swaps-IRS) no son intereses", *La Ley*, núm. 7387.

Darrell DUFFIE y David A. SKEEL Jr. (2012), "A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements", *Rock Center for Corporate Governance, Working paper*, núm. 108 (<http://rockcenter.law.stanford.edu/>).

Franklin R. EDWARDS and Edward R. MORRISON (2005), "Derivatives and the bankruptcy code: Why the special treatment", *Yale Journal on Regulation*, vol. 22, pp. 114 y ss.

Nuria FERNÁNDEZ PÉREZ (2012), "La controvertida calificación concursal de los créditos derivados de swaps", *La Ley*, pp. 24-36.

Florian FUCHS (2013), *Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko*, Mohr Siebeck, Tübingen.

Mateo Juan GÓMEZ (2011), "Aproximación práctica a la figura del interest rate swap, o permuta financiera de tipos de interés", *Diario La Ley*, núm. 7581, pp. 1-18.

Blas Alberto GONZÁLEZ NAVARRO (2012), "Garantías financieras", en Emilio BELTRÁN y José Antonio GARCÍA-CRUCES (Dir.), *Enciclopedia de Derecho Concursal*, T. II, pp. 1593 y ss.

Jeffrey N. GORDON and Christopher MULLER (2011), "Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank's Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund", *Yale Journal on Regulation*, vol. 28, pp. 151 y ss.

Gary GORTON (2009), "Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007". *Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis*, May 11-13.

Gary GORTON and Andrew METRICK (2012), "Securitized banking and the run on repo", *Journal of Financial Economics*, vol. 104, pp. 425-451.

Juan HORMAECHEA (2013), "Ejecución de garantías financieras y compensación en el concurso. Comentario a las sentencias de la sala de los Civil del Tribunal Supremo nº 373/2012 de 20 de junio de 2012 y nº 388/2012 de 26 de junio de 2012", *Revista de Derecho concursal y paraconcursal*, pp. 257-273.

Henry T.C. HU (1993), "Misunderstood derivatives: the causes of informational failure and the promise of regulatory incrementalism", *Yale. L. J.*, vol. 102, p. 1464.

---(2012), "Too complex to depict?: innovation, "pure information" and the SEC disclosure paradigm", *Tex. L. Rev.*, vol. 90, pp. 1061 y ss.

José Luís IGLESIAS y José MASSAGUER (2006), "Los efectos del concurso en relación con los acuerdos de compensación contractual", *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 8, pp. 549-592.

Thomas H. JACKSON (1986), *The logic and limits of bankruptcy law*, Harvard University Press, pp. 10-13 y 151 y ss.

Uwe JAHN und Jörg FRIED (2008), "§ 104", en Hord EIDENMÜLLER, *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, 2^a ed., C.H. Beck, Leinen.

Michael JOHANNES and Suresh SUNDARESAN (2007), "The impact on collateralization on swaps rates", *J. of Fin.*, vol. LXII, núm. 1, pp. 383 y ss.

Harald KROTH (2010), "Rechtsanwalt, Fachanwalt für Insolvenzrecht", en Eberhard BRAUN, *Insolvenzordnung*, 5^a ed., C.H. Beck, Leinen.

Lynn M. LOPUCKI and Christopher R. MIRICK (2005), *Strategies for creditors in bankruptcy proceedings*, 5^a ed., Aspen Publishers, New York.

Stephen J. LUBBEN (2009), "Repeal the Safe Harbors", *Seton Hall Public Law Research Paper*, núm. 1497040.

---(2010), "Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment", *U. Pa. J. Bus. L.* 61, vol. 12, pp. 61-78.

---(2012), "Transaction Simplicity", 112 *Colum. L. Rev. Sidebar* 194 (<http://www.columbialawreview.org/>).

Karolina LYCZKOWSKA, *Garantías financieras. Análisis del capítulo II del título I del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo*, Thomson-Aranzadi, Madrid.

Jonathan R. MACEY (1995), "Derivative instruments: lessons for the regulatory state", *J. Corp. L.*, vol. 21, pp. 69 y ss.

Aurora MARTÍNEZ FLÓREZ (200), "Vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas", en Ángel ROJO y Emilio BELTRÁN (Dir.), *Comentario de la ley concursal*, T. I, Civitas, Madrid.

David MENGLE (2010), "The Importance of Close-Out Netting", *ISDA Research Notes*, núm. 1, pp. 1-7 (<http://www2.isda.org/>).

Francisco MERCADAL y Gabriel HERNÁNDEZ PAULSEN (2012), *La comercialización de swaps de tipos de interés por las entidades de crédito*, Editorial Bosch, Barcelona.

Edward R. MORRISON and Joerg RIEGEL (2005), "Financial Contracts and the New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges", *Am. Bankr. Inst. L. Rev.* 641, vol. 13, pp. 641-645.

---(2005a), "Financial institutions and the new bankruptcy code: insulating markets from bankruptcy debtors and bankruptcy judges", *Abi L. Rev.*, vol. 13, pp. 641-664.

Ana Felicitas MUÑOZ PÉREZ (2012), "El contrato marco de operaciones financieras en concurso", *RdCyP*, núm. 17, pp. 111-130.

Jörg NERLICH, Volker RÖMERMANN und Helmut BALTHASAR (2009), *Insolvenzordnung*, 18^a ed., C.H. Beck, Leinen.

Manuel OLIVENCIA RUIZ (2010), "Calificación concursal del crédito resultante de la liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración de que incluya swaps de intereses", *RDBB*, núm. 120, pp. 9-65.

Frank PARTNOY (2001), "The shifting contours of global derivatives regulation", *U. Pa. J. Int'l Econ. L.*, vol. 22, pp. 421-495.

Frank PARTNOY and David A. SKEEL Jr. (2007), "The Promise and Peril of Credit Derivatives", *U. Cinn. L. Rev.* 1019, vol. 75, pp. 1048-1050.

Robert K. RASMUSSEN (1994), "An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice", *U. Ill. L. Rev.*, pp. 1-43.

José Miguel RODRÍGUEZ TAPIA (2011), "Sobre la Cláusula Penal", en Ana CAÑIZARES LASO *et al.* (Dirs.), *Código Civil Comentado*, vol. 3, Thomson Reuters, Madrid, pp. 337-339.

Mark J. ROE and Frederick TUNG (2013), "Breaking bankruptcy priority: How rent-seeking upends the creditors bargain", *Harvard Public Law Working Paper*, pp. 1-34 (<http://www.bu.edu/>).

Mark J. ROE (2010), "The Derivative's Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator", *Stan. L. Rev.* 539, vol. 63, pp. 539-590.

---(2013), "The Dodd-Frank Act's Maginot Line: Clearinghouse Construction", *Cal. L. Rev.*, (en prensa).

Roberta ROMANO (1996), "A thumbnail sketch of derivatives securities and their regulation", *MD. L. Rev.*, vol. 55, pp. 1 y ss.

José Ramon SALELLES (2004), "Comentarios a los artículos 61 a 63, 67 a 70 y disposición final 13^a" en José María SAGRERA *et al.* (Coord), *Comentarios a la ley concursal*, T. I, Editorial Bosch, Barcelona (2004), p. 661.

María Luisa SÁNCHEZ PAREDES (2010), "Los contratos de permuta financiera de intereses y de arrendamiento financiero en el concurso de acreedores (SJM 4 Barcelona 28-9-2009)", *ADCo*, núm. 20, pp. 395-424.

Enrique SANJUAN Y MUÑOZ (2007), "Ingeniería financiera y Derecho concursal", *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, pp. 195-277.

David A. SKEEL Jr. and Thomas H. JACKSON (2012), "Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy", *Colum. L. Rev.* 152, vol. 112, pp. 152-202.

Javier SOLANA ÁLVAREZ (2011), "El tratamiento de los contratos swap de tipo de interés en el concurso: ¿Un problema de incentivos?", *Derecho de los negocios*, núm. 255, pp. 23-31.

René M. STULZ (2004), "Should we fear derivatives?", *J. of Econ. Persp.*, vol. 18, pp. 174-192.

Fernando ZUNZUNEGUI (2006), "Una aproximación a las garantías financieras (Comentarios al capítulo segundo del Real decreto ley 5/2005)", *RDME*, pp. 415-430.