

Entidades de propósito  
(o cometido) especial y otras  
entidades vehiculares o puente

**LUIS HERNANDO CEBRIÁ**



Derecho Privado



ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL  
Y OTRAS ENTIDADES VEHICULARES O PUENTE

(Una aproximación a su configuración tipológica  
desde el Derecho de sociedades)

# **COLECCIÓN DE DERECHO PRIVADO CONSEJO ASESOR**

Director

**Antonio Manuel Morales Moreno**

Catedrático de Derecho Civil de la Universidad Autónoma de Madrid,  
académico de número de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación

**Antonio Pau Pedrón**, doctor de la Universidad Autónoma de Madrid, notario, registrador de la propiedad y abogado del Estado.

**José Miguel Embid Irujo**, catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Valencia.

**María Paz García Rubio**, catedrática de Derecho Civil de la Universidad de Santiago de Compostela.

**Nieves Fenoy Picón**, profesora titular de Derecho Civil de la Universidad Autónoma de Madrid.

**ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO)  
ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES  
VEHICULARES O PUENTE  
(Una aproximación a su configuración tipológica  
desde el Derecho de sociedades)**

---

LUIS HERNANDO CEBRIÁ



---

AGENCIA ESTATAL BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO  
MADRID, 2017

Primera edición: septiembre de 2017

Trabajo integrado en el proyecto de investigación «La renovación tipológica en el Derecho de sociedades contemporáneo» (DER2013-44438P), financiado por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, del que es investigador principal el Prof. Dr. D. José Miguel Embid Irujo.

En la página web de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado, [www.boe.es](http://www.boe.es), apartado de *publicaciones*, se incluyen las instrucciones para envío de originales, normas para su presentación y modelo de solicitud de publicación en esta colección que el autor deberá cumplimentar.



Esta obra está sujeta a licencia Creative Commons de Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional, (CC BY-NC-ND 4.0).

© Luis Hernando Cebriá  
© Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado

<https://cpage.mpr.gob.es/>

NIPO: 786-17-105-1  
ISBN: 978-84-340-2426-7  
Depósito legal: M-25440-2017

IMPRENTA NACIONAL DE LA AGENCIA ESTATAL  
BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO  
Avenida de Manoteras, 54. 28050 Madrid

*A mi abuela Josefa Folch Lladró, en el recuerdo*





«Cada elemento del sistema necesita de todos los demás: es la relación mutua entre los otros. Según esto, la esencia de cada cosa se resuelve en puras relaciones. No otro es el sentido más hondo de la evolución en el sentimiento humano desde el Renacimiento acá: disolución de la categoría de sustancia en la categoría de relación»

JOSÉ ORTEGA Y GASSET, *La deshumanización del arte*, Alianza editorial, 1983, en el artículo «Adán en el paraíso», *El imparcial*, 1910, p. 76.



## ÍNDICE

ABREVIATURAS .....	17
PRÓLOGO .....	19
PRESENTACIÓN .....	23
CAPÍTULO PRIMERO. CONCEPTO, CLASES, ÁMBITO DE APLICACIÓN Y FUNCIÓN ECONÓMICA DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL: «VEHÍCULOS DE INVERSIÓN EMPRESARIAL» Y «VEHÍCULOS FINANCIEROS» .....	29
1. <b>Introducción. Origen y evolución de las entidades de propósito o cometido especial: su relevancia en la crisis económica global</b> .....	29
2. <b>Concepto de las entidades de propósito especial y adopción de una forma jurídica para el ejercicio de su cometido</b> .....	33
2.1 Una primera aproximación al concepto de entidad de propósito especial.....	33
2.2 El acogimiento de una forma jurídica por las entidades de propósito especial.....	35
3. <b>Clases de entidades de propósito especial</b> .....	38
3.1 Sociedades de propósito especial y relaciones de carácter fiduciario.	38
3.1.1 Las relaciones fiduciarias: Especial referencia al <i>Trust</i> .....	38
3.1.2 Otras relaciones que pueden surgir con motivo de la creación de estas entidades.....	44

	Páginas
3.2 Breve referencia a los compartimentos en las instituciones de inversión colectiva.....	46
3.3 Captación de la figura por el Derecho español .....	48
3.4 Particular caracterización de las entidades de propósito especial creadas por el sector público.....	50
<b>4. Ámbito de aplicación de las entidades de propósito especial.....</b>	<b>52</b>
4.1 Financiación de proyectos: «vehículos de inversión empresarial» ..	52
4.2 Entidades de propósito especial y titulización de activos: «vehículos financieros» .....	56
<b>5. Función económica .....</b>	<b>61</b>
5.1 Ingeniería financiera y economías de opción. Régimen fiscal favorable y arbitraje regulatorio.....	61
5.2 Separación patrimonial .....	63
5.3 Apalancamiento financiero .....	66
<b>CAPÍTULO SEGUNDO. ELEMENTOS CONFIGURADORES DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL: UNA APROXIMACIÓN DESDE EL DERECHO DE SOCIEDADES.....</b>	
	<b>69</b>
<b>1. Caracterización tipológica de las sociedades de propósito especial ...</b>	<b>69</b>
1.1 Consideraciones previas.....	69
1.2 El propósito o cometido especial .....	72
1.3 Transmisión de bienes, capitalización y plan de negocio .....	75
1.4 Integración en la sociedad de otros sujetos diferentes al sponsor y transmisibilidad.....	78
<b>2. Menciones constitutivas en la sociedad de propósito especial .....</b>	<b>80</b>
2.1 Domicilio y denominación.....	80
2.2 Duración.....	81
2.3 La gestión de la sociedad de propósito especial .....	83
2.4 Menciones especiales.....	86
2.4.1 El sponsor como «proveedor de servicios corporativos» ....	86
2.4.2 Limitaciones en los pactos fundaciones y modificaciones estatutarias y relativas a la actividad.....	89
2.4.3 Otros pactos. Relaciones con los inversores: la intervención de una entidad gestora y posición del sponsor .....	90

	Páginas
<b>3. El control de las sociedades de propósito especial .....</b>	<b>95</b>
3.1 Premisa.....	95
3.2 Las normas internacionales de información financiera NIIF y sus «interpretaciones» SIC.....	96
3.3 Las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas (NOFCAC) y la captación de la regulación nacional del fenómeno de las entidades de propósito especial .....	101
3.4 La evolución de la aprehensión de la figura desde las normas internacionales de la contabilidad .....	105
3.4.1 La relevancia de la FIN46 en la identificación de las entidades de propósito especial: la entidad promotora como «principal beneficiaria» .....	105
3.4.2 Los criterios introducidos FIN46 Revisada.....	108
3.5 El estado de la cuestión: La NIIF 10 y las Directivas 2013/34/UE y (UE) 2015/849 .....	111
 <b>CAPÍTULO TERCERO. SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL Y RELACIONES CON EL DERECHO CONTABLE.....</b>	 <b>117</b>
<b>1. Exigencias informativas respecto de las entidades de propósito especial. Incidencia en el informe de gestión .....</b>	<b>117</b>
<b>2. Obligación de consolidación contable de las entidades de propósito especial .....</b>	<b>122</b>
2.1 Evolución de la normativa internacional.....	122
2.2 Adaptación nacional de la consolidación contable de las entidades de propósito especial.....	125
2.2.1 Reglas de consolidación contable de las entidades de propósito especial en las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas .....	125
2.2.2 La aplicación de las reglas de consolidación proporcional: las entidades de propósito especial como «empresas multi-grupo».....	127
2.2.3 Procedimiento de puesta en equivalencia o método de la participación: las entidades de propósito especial como «empresas asociadas» .....	128

	Páginas
<b>3. Exclusiones de la obligación de consolidación contable .....</b>	131
3.1 Sociedades vehiculares y conjuntos de activos mantenidos para la venta.....	131
3.2 Restricciones permanentes al control y condiciones para la autorización de la exclusión .....	135
<b>4. Obligaciones de información en la memoria consolidada .....</b>	137
4.1 Evolución del ámbito informativo en el plano internacional .....	137
4.2 Obligaciones de información en la memoria consolidada .....	139
<b>5. La desconsolidación de las entidades de propósito especial .....</b>	141
<b>6. Las reglas de consolidación y de información de las entidades de propósito especial de carácter financiero .....</b>	142
6.1 Las reglas de consolidación de las entidades de propósito especial de carácter financiero: las Circulares del Banco de España.....	142
6.2 Deberes de información en la memoria de la entidad promotora: intereses en empresas estructuradas, acuerdos conjuntos e intereses en las empresas asociadas .....	145
<b>7. Normas internacionales de consolidación e información sobre las entidades de inversión y las entidades de propósito especial .....</b>	148
<b>8. Conclusión provisional .....</b>	149
<b>CAPÍTULO CUARTO. SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL Y RELACIONES CON EL DERECHO DE SOCIEDADES DE CAPITAL.....</b>	151
<b>1. Consideraciones previas .....</b>	151
<b>2. Competencias del consejo de administración .....</b>	154
<b>3. Venta de activos a la entidad de propósito especial y financiación. Relaciones con las modificaciones estructurales .....</b>	159
3.1 Consideraciones generales .....	159
3.2 La venta de activos esenciales en el caso de las sociedades de propósito especial.....	164
<b>4. Sociedades de propósito especial: límites a sus modificaciones estatutarias y a sus modificaciones estructurales .....</b>	166

5. <b>Los conflictos de intereses en el marco de las relaciones de las sociedades de propósito especial</b> .....	167
6. <b>La incidencia de la designación de administradores independientes en las sociedades de propósito especial</b> .....	172
7. <b>La doctrina del levantamiento del velo de la persona jurídica y las sociedades de propósito especial</b> .....	177
7.1 Las sociedades de propósito especial dentro de la fenomenología de los grupos de sociedades .....	177
7.2 Aplicación de la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica a las sociedades de propósito especial .....	179
7.3 Los grupos de casos de alzamiento del velo de la personalidad jurídica en las sociedades de propósito especial.....	182
7.3.1 Consideraciones previas .....	182
7.3.2 Confusión de patrimonios: operaciones sobre activos y normas de valoración.....	184
7.3.3 Dirección unificada: la dirección financiera de la sociedad de propósito especial .....	188
7.3.4 Supuestos de fraude de la personalidad jurídica: la constitución de sociedades de propósito especial en paraísos fiscales .....	193
7.3.5 La infracapitalización: sociedades ocultas y transparencia informativa.....	196
 CAPÍTULO QUINTO. SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL Y RELACIONES CON EL DERECHO CONCURSAL .....	203
1. <b>Consideraciones previas</b> .....	203
1.1 La separación patrimonial y su relevancia en la configuración de la entidad de propósito especial como una entidad de insolvencia remota.....	203
1.2 La presencia de administradores independientes como expresión de la autonomía de la entidad de propósito especial.....	207
2. <b>Integración de la entidad de propósito especial en los grupos de sociedades y declaración concursal</b> .....	209
2.1 Consideraciones introductorias: la declaración concursal dentro del marco de las relaciones en las entidades integradas en un grupo y su extensión a las entidades de propósito especial.....	209
2.2 Caracterización del grupo: concursos conexos y acumulación de concursos.....	213

	Páginas
<b>3. El concurso de las entidades de propósito especial en el marco del «grupo de empresas» .....</b>	214
3.1 Relaciones entre entidades y trascendencia para el concurso .....	214
3.2 Prácticas financieras y su impacto en el concurso .....	216
3.3 Relaciones con terceros y operaciones vinculadas: su incidencia en el plano concursal .....	219
<b>4. La entidad de propósito especial y la configuración de la masa activa. Las acciones de reintegración .....</b>	220
<b>5. La entidad de propósito especial y la formación de la masa pasiva: la clasificación y la subordinación de los créditos de la entidad patrocinadora .....</b>	226
<b>6. La constitución de sociedades de propósito especial como solución de la insolvencia .....</b>	230
<b>7. Las entidades de propósito especial de carácter público o prestadoras de servicios públicos: su especial tratamiento por la regulación concursal .....</b>	234
7.1 Consideraciones epistemológicas .....	234
7.2 Un caso particular: los concursos de entidades concesionarias de servicios públicos y su conexión con las entidades de propósito especial de carácter empresarial.....	235
<b>8. Soluciones en el sistema financiero: las prevenciones legales en la recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión .....</b>	237
8.1 Consideraciones previas.....	237
8.2 Las «entidades puente» como forma de reestructuración empresarial en el sector financiero y sus relaciones con las entidades de propósito especial vehiculares .....	240
8.3 La intervención de sociedades gestoras de activos en los procesos de reestructuración de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión .....	245
<b>CONCLUSIONES .....</b>	249
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	275



## ABREVIATURAS

<i>AA. VV.</i>	<i>Autores varios</i>
<i>AktG</i>	<i>Aktiengesetz</i>
<i>AP</i>	<i>Audiencia Provincial</i>
<i>art.</i>	<i>artículo</i>
<i>arts.</i>	<i>artículos</i>
<i>As.</i>	<i>Asunto</i>
<i>BOE</i>	<i>Boletín Oficial del Estado</i>
<i>BOICAC</i>	<i>Boletín del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas</i>
<i>Cap.</i>	<i>capítulo</i>
<i>C.c.</i>	<i>Código civil</i>
<i>CCo.</i>	<i>Código de Comercio</i>
<i>CE</i>	<i>Constitución española</i>
<i>Cfr.</i>	<i>Confróntese</i>
<i>cit.</i>	<i>citado</i>
<i>coord.</i>	<i>Coordinador</i>
<i>CP</i>	<i>Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal</i>
<i>DA</i>	<i>Disposición Adicional</i>
<i>DGRN</i>	<i>Dirección General de los Registros y del Notariado</i>
<i>dir.</i>	<i>Director</i>
<i>Doc.</i>	<i>Documento</i>
<i>DOCE</i>	<i>Diario Oficial de la Comunidad Europea</i>
<i>DT</i>	<i>Disposición Transitoria</i>
<i>ed.</i>	<i>edición</i>
<i>EM</i>	<i>Exposición de Motivos</i>
<i>esp.</i>	<i>especialmente</i>
<i>HGB</i>	<i>Handelsgesetzbuch</i>
<i>LCon.</i>	<i>Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal</i>
<i>LCA</i>	<i>Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre Contrato de Agencia</i>
<i>LCD</i>	<i>Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal</i>

■ ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES...

<i>LEC</i>	<i>Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil</i>
<i>LMESM</i>	<i>Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles</i>
<i>LSC</i>	<i>Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital</i>
<i>NIC/NIIF</i>	<i>Normas Internacionales de Contabilidad e Información Financiera</i>
<i>NOFCAC</i>	<i>Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas</i>
<i>núm.</i>	<i>número</i>
<i>núms.</i>	<i>números</i>
<i>ob. cit.</i>	<i>obra citada</i>
<i>p.</i>	<i>página</i>
<i>pp.</i>	<i>Páginas</i>
<i>R.</i>	<i>Resolución</i>
<i>RD</i>	<i>Real Decreto</i>
<i>RDGRN</i>	<i>Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado</i>
<i>RM</i>	<i>Reglamento Mercantil</i>
<i>RRM</i>	<i>Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil</i>
<i>Rec.</i>	<i>Recopilación</i>
<i>S.</i>	<i>Sentencia</i>
<i>SAP</i>	<i>Sentencia de la Audiencia Provincial</i>
<i>Secc.</i>	<i>Sección</i>
<i>s.f.</i>	<i>sin fecha</i>
<i>SJM</i>	<i>Sentencia del Juzgado de lo Mercantil</i>
<i>ss.</i>	<i>siguientes</i>
<i>STJUE</i>	<i>Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea</i>
<i>STS</i>	<i>Sentencia del Tribunal Supremo</i>
<i>STSJ</i>	<i>Sentencia del Tribunal Superior de Justicia</i>
<i>T.</i>	<i>Tomo</i>
<i>trad.</i>	<i>Traducción</i>
<i>TRLMV</i>	<i>Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores</i>
<i>TS</i>	<i>Tribunal Supremo</i>
<i>TSJ</i>	<i>Tribunal Superior de Justicia</i>
<i>v.gr.</i>	<i>verbigracia, por ejemplo</i>
<i>vid.</i>	<i>véase</i>
<i>vol.</i>	<i>volumen</i>

## PRÓLOGO

Para nadie es un secreto el papel relevante que la obtención de los adecuados recursos financieros representa para el desarrollo de las actividades empresariales en el mercado. Quedarnos en esa obviedad, sin embargo, no permite reflejar debidamente la importancia del «momento financiero» en el funcionamiento de los operadores económicos. Y es que, sobre todo por la complejidad de las relaciones económicas en un mundo globalizado, tan importante como obtener los recursos es el diseño de los canales idóneos para su asignación y distribución, cuidando a su vez de la seguridad o garantía de los mismos, a la vista siempre, como se suele repetir, del «buen fin» de la operación. Se entiende, por ello, que los últimos años hayan sido pródigos en la configuración de formas organizativas o de relaciones interpersonales (dando al término persona el sentido más amplio posible), es decir, de instrumentos jurídicos diversos, al servicio de la financiación de proyectos o de titularización de activos, dos de las realidades preeminentes en el mundo financiero de nuestros días.

Luis Hernando, bien conocido, gracias a sus numerosas publicaciones, por los interesados en las diversas vertientes del más moderno Derecho mercantil, se ocupa en el libro al que estas líneas sirven de prólogo, de algunas de las figuras que en la actualidad sirven de manera ejemplar a los propósitos indicados. Estudia, así, las llamadas «entidades de propósito especial», y también las «entidades-puente», con terminología importada del ámbito anglosajón, donde parece residir una «creatividad» jurídica de amplio alcance, ajena por lo común a lo que suele ser habitual entre los juristas del *civil law*. Y lo hace desde la perspectiva del Derecho de sociedades, a cuyo terreno conduce de manera inexorable el hecho de que nos encontremos, en apariencia, ante instituciones dotadas de personalidad jurídica. No siempre es así y la realidad

internacional del mundo financiero y de los negocios muestra repetidamente la posibilidad de canalizar los objetivos de financiación a través de instrumentos jurídicos (el patrimonio separado, el *trust*) carentes de ese elemento individualizador, susceptible de atraer, por su propia naturaleza, la atribución de precisos efectos jurídicos.

Aunque el autor ha estudiado la amplia fenomenología del supuesto que nos ocupa, perfilando bien su relieve en la realidad económica y situando, a la vez, sus diversos caracteres en el amplio repertorio de posibilidades jurídicas que por su significado multiforme presenta, corresponde al Derecho de sociedades el papel principal dentro de la monografía. Ello es así por la frecuencia con la que, en todas las latitudes, se recurre a tipos de sociedades de capital, fundamentalmente la sociedad anónima (por usar la terminología consagrada entre nosotros), como vehículo adecuado para la realización del propósito financiero. De este modo pasa revista Hernando a algunos de sus elementos esenciales, dentro de la estructura que, con matices, suele ser común a los distintos ordenamientos, a fin de apreciar la incidencia que el citado propósito pueda tener en ellos.

Si se mira bien, y como el autor pone repetidamente de manifiesto, el Derecho de sociedades comparece a propósito de las entidades estudiadas en su libro con un significado que podría calificarse, sin especial dificultad, de instrumental. Ello se deduce de numerosos extremos, cuidadosamente reflejados en la monografía que ahora se publica, como puede ser, entre otros, el hecho de que el promotor del propósito financiero quede fuera de la estructura societaria, estando relacionado con ella, no obstante, a través de un control externo derivado de un amplio elenco de vínculos jurídicos. Por otra parte, la sociedad en cuestión, dirigida por administradores tenidos, en principio, como independientes, se ve gestionada con una serie de criterios predispuestos, tendentes a «automatizar», si valiera el término, los distintos pasos de su específico funcionamiento.

No es extraño que, desde diferentes perspectivas, se haya querido ver en las entidades que nos ocupan, con su indudable sesgo instrumental, una mera apariencia sin soporte sustantivo, susceptible, por ello mismo, de ser sometida a esa singular figura, de corte «material», que es el levantamiento del velo de la personalidad jurídica. Sin excluir radicalmente esta posibilidad, el autor perfila con acierto el sentido de la mencionada técnica judicial, circunscribiéndola, como resulta fundado, a los supuestos de fraude probado; y concluye que no puede trazarse una correlación plena entre las mencionadas entidades y la presencia de un propósito fraudulento *per se* en su constitución o en su funcionamiento.

Al margen de estas importantes cuestiones, para cuyo conocimiento detallado invito al lector interesado a adentrarse en las páginas, bien escritas, por haber sido previamente meditadas con detalle, del libro de Luis Hernando, parece posible concluir destacando la singularidad del fenómeno estudiado en el que concurren diferentes instituciones y perspectivas jurídicas, sin cuyo tratamiento conjunto resulta imposible dar cuenta y razón de las diversas entidades que lo individualizan. Pero las novedades institucionales, así como los distintos caminos jurídicos para lograr los objetivos pretendidos por los operadores no consiguen ocultar el «clasicismo», cabría decir, del propósito de automatismo que resulta inherente, según se ha indicado, a las entidades de propósito especial y a las entidades puente.

Hay en esa pretensión de automatismo, así, una singular continuidad respecto de numerosas instituciones propias del Derecho de los negocios y del tráfico mercantil, asumiendo en parte la terminología consagrada entre los estudiosos franceses, donde esa finalidad resulta también característica. Cabe pensar, en tal sentido, en la vieja letra de cambio (con la limitación de excepciones frente a las reclamaciones de terceros) o en figuras concretas de garantía (como el seguro de caución o la misma garantía a primera solicitud) para apreciar la «vieja querencia» de este sector del ordenamiento por instrumentos que eviten la discusión y faciliten el «bueno y breve despacho», del que se habla en nuestra codificación mercantil, como un afán indeclinable del estamento comercial. La especialidad ahora reside, no tanto en el vínculo jurídico establecido, sino en la estructura misma que lo hace posible; se estaría recorriendo, en apariencia, el mismo camino reflejado en el subtítulo de la obra clásica de Sumner Maine sobre el Derecho antiguo. Ese paso del *status* al contrato, aun no siendo pleno, precisamente por la necesaria existencia de la figura «estatutaria» de la entidad de propósito especial, vendría a reflejar los caracteres del mundo financiero de nuestros días, trasladados por lo demás, como una circunstancia inexorable, al ámbito del mercado y a la realidad cotidiana de los operadores económicos.

Es hora ya de concluir este prólogo, para no dilatar la pronta edición del libro de Luis Hernando sobre las entidades de propósito especial, en el que brillan con intensidad las circunstancias que, a través de su amplia obra, distinguen el proceder del autor como reputado investigador de nuestra disciplina. Pero, más que destacar esos méritos objetivos, quizá convenga poner de manifiesto su condición de universitario estricto y entusiasta en un contexto académico poco comprensivo con estas características personales y preocupado sobre todo por escalafonar a sus miembros con arreglo a criterios de dudosa conveniencia. Me parece que el espíritu que anima a nuestro autor es capaz de

■ ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES...

resistir tales asechanzas, manifestando su vocación y su capacidad de estudio en obras tan rigurosas y originales en nuestro panorama doctrinal como la presente, lo que merece una sincera felicitación.

JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO

## PRESENTACIÓN

Bien se podría decir que la presente monografía fue inicialmente concebida durante la estancia de investigación llevada a cabo en la Universidad de California en Berkeley, San Francisco, que luego se gestó en el Departamento de Derecho mercantil «Manuel Broseta Pont» de la Universidad de Valencia y en el seno del Grupo investigador *Commenda*, y que finalmente vio la luz tras la estancia en la Universidad Ruprecht Karl de Heidelberg, Alemania. Tal remisión no sirve más que para manifestar que la obra se nutre de la realidad empírica de la fenomenología de las entidades de propósito especial que surge de la práctica de los *cases* norteamericanos y de la doctrina que, puntualmente, comenta la evolución de este régimen especialmente flexible en cuanto a sus instituciones y organizaciones. Más tarde, su tratamiento ha sido madurado a través de la necesaria adaptación de la figura, conocida, sin ser pacífica su definición, como «special purpose company» o «entity», a nuestras categorías jurídicas, en ocasiones refractarias a las innovaciones que provienen de otros lares allende el océano Atlántico. Por último, la dogmática alemana, caracterizada por «dem lebendigen Geist» que pervive entre sus autores más modernos, como puente entre el Derecho continental y el *Common law*, ha puesto un cierto orden en la configuración tipológica de estas entidades, en particular, a través del reconocimiento de la *Zweckgesellschaft*. La presente obra es, en consecuencia, fruto de todas las fases anteriores y de las relevantes aportaciones vertidas por la dogmática de Derecho comparado en aquellos aspectos desde los que ha tratado el fenómeno, pese a los muy diversos perfiles a los que alcanza, y que han inspirado, en buena parte, su contenido.

No se puede negar, con todo, que las «entidades de propósito especial», así como las «entidades puente», nacen con motivo de las necesidades de los operadores económicos para procurarse ciertos mecanismos organizativos, so-

bre la base de las estructuras legales existentes, en el desarrollo de sus específicos cometidos económicos. Conviene destacar la relevante función económica de canalización de las inversiones que estas entidades desarrollan, dentro del marco de una economía globalizada, y las específicas actividades para las que se constituyen. A este efecto, se ha de partir de la *summa divisio* entre las entidades de propósito especial dedicadas a la financiación de proyectos, identificadas *lato sensu* como «vehículos de inversión empresarial», y las entidades que desarrollan su actuación en el marco de la titulización de activos, y que pueden presentarse, a este efecto, como «vehículos financieros». Ambas modalidades, si bien corren en paralelo, en virtud del tipo de propósito proyectado, a su vez son utilizadas, con diferente orientación por su objeto, también por las instituciones públicas cuando se trata de cumplir con la prestación de ciertos servicios o la ejecución de determinadas obras.

Esta nueva realidad, que paulatinamente tiene reconocimiento, si bien de modo episódico, en nuestra regulación, carece sin embargo todavía hoy entre nosotros de un tratamiento unitario y siquiera parcial de la figura. No parece, aun y con esto, que ni la distinta morfología que, desde un punto de vista económico pueden adoptar las «entidades de propósito especial», como su diferente incardinación en categorías jurídicas distintas, favorezcan una visión de conjunto del fenómeno. Por ello, el tratamiento dispensado ha procurado separar el «grano de la paja», de modo que una primera aproximación permita discernir todas aquellas formas jurídicas, tanto en el plano interno como en el internacional, que sirven de acogida a este modelo de actuación en el mercado.

Sin perjuicio de aquellas figuras contractuales o de las específicas autorizaciones legales para la creación de patrimonios separados, aun sin personalidad jurídica, en nuestro sistema, y también en otros territorios en los que la figura del *Trust* se halla ampliamente asentada, generalmente los operadores económicos acuden a las estructuras societarias para lograr este singular fin. En particular las «entidades vehiculares», pero también la conformación legal de «sociedades gestoras», adoptan la veste de la sociedad anónima para procurar el propósito de quienes se sitúan no ya tanto bajo la titularidad, sino en la posición de promotor o sponsor del proyecto económico. Con ellas se permite una organización, de la actividad y del patrimonio, separada del sponsor del proyecto, al paso que también traslada a la entidad el apalancamiento financiero u operativo que, en su caso, pueda requerir su implementación.

En este camino hacia la delimitación de la configuración tipológica de las entidades de propósito especial, se ha de tomar en consideración, entre otros elementos provenientes de esta técnica de organización de las relaciones entre las diversas partes implicadas, aquellos aspectos comunes que resultan de su



realidad práctica. Tal y como predica el lema que antecede a esta líneas introductorias, para su correcto equilibrio, de forma que cada elemento del sistema cohabite con el resto en mutua interrelación, se ha de advertir que la vinculación del sponsor no parte de su posición de socio, ni siquiera de administrador. Ambos elementos, clásicos en el Derecho de sociedades, son sustituidos por la posición que, dentro del constructo, es asumida por el sponsor o patrocinador. Así, en relación con la posición marginal del socio, en un momento inicial el sponsor perfila la organización de modo que queden en su favor determinados «intereses económicos», tanto mediante el reconocimiento contractual de un cierto retorno a su inversión, como a través de la posición de «proveedor de servicios corporativos».

En otra vertiente, los administradores adoptan la posición de «administradores independientes», al menos formalmente, del promotor o sponsor. En toda esta estructura, por otra parte, los financiadores o inversores mantienen una particular relación con la entidad a través de los pactos que alcancen al tiempo de la realización de su inversión. Todo lo anterior debe ser completado con los acuerdos, estatutarios o parasociales, que restrinjan o impidan la modificación del cometido o propósito para el que se constituya la entidad, su duración, el desarrollo de su gestión y, en general, los límites relativos tanto a la actividad como a los aspectos organizativos fijados en su acto constitutivo. Todo este conjunto hace que la entidad de propósito especial, aun cuando adopte una forma societaria, venga caracterizada, desde el plano contractual de los sujetos que participan en su creación y funcionamiento, como una organización prediseñada por el sponsor, y cuya gestión, en virtud de los compromisos asumidos por los administradores, se puede calificar de «autómata».

En este orden de cosas, el concepto relacional del control ha de ser entendido en un sentido amplio, a partir de un control que se puede calificar de implícito por parte del sponsor, dentro de la «gestión autopilotada» que resulta establecida a través de los pactos fundacionales de la entidad. A partir de ahí el sponsor puede mantener, por diferentes vías, la condición de «principal beneficiario» de los resultados de la actividad económica llevada a cabo por la entidad de propósito especial y que sean consecuencia de todas las relaciones que la tienen como centro de imputación. Así lo han reflejado a lo largo de los últimos años, si bien movidas a impulsos, como reacción de sonados y bien conocidos escándalos financieros, las normas internacionales de contabilidad y sus respectivos criterios interpretativos. Si bien estos desarrollos no han tenido oportuno reflejo en nuestro Código de comercio, sí han tenido oportuna acogida, al menos, en las reglas rectoras de la formulación de cuentas anuales consolidadas.

El reconocimiento de un control efectivo respecto de estas entidades resulta pues de su concreción en origen y de la extensión de sus efectos durante su existencia. Incluso la preocupación por la identificación de la figura dentro de los parámetros de la consolidación contable ha dado lugar a una suerte de «in dubio pro consolidatio». En todo caso, la atención prestada por el Derecho contable se ha centrado en la fijación de unos criterios que impongan la consolidación de las cuentas de estas entidades con las de su sponsor o, al menos, que permitan una información adecuada a través de los estados financieros del sponsor. La regulación contable ha puesto el foco, en último término, en el eventual impacto que el deterioro de las inversiones derivadas o llevadas a cabo a través de estas entidades tendría en las cuentas anuales o en los estados financieros del sponsor. Sin perjuicio de la exclusión de la consolidación de aquellas «entidades vehiculares», en tanto consideradas como «activos dispuestos para la venta», en nuestro fuero interno han sido las circulares del Banco de España, en la regulación del sector financiero y también en relación con la entidades de inversión, las que han advertido la necesidad de adoptar medidas informativas específicas respecto de estas singulares relaciones.

Por otro lado, la adaptación de las relaciones dimanantes de las entidades de propósito especial a los esquemas tradicionales de las sociedades de capital ha recibido un cierto refrendo por el legislador tras las últimas reformas llevadas a cabo en sede de gobierno corporativo. Pero tal consideración comporta ciertas especialidades que han de ser tenidas en cuenta. Así ocurre, verbigracia, con la venta de activos, las limitaciones a las modificaciones estatutarias y estructurales o, incluso, en los conflictos de intereses que se pueden presentar con motivo de la intervención de las distintas partes implicadas y la posición que asuman en la sociedad.

Otro aspecto relevante, y que la obra trata de abordar, concierne a los supuestos de aplicación de la doctrina del levantamiento del velo, de especial transcendencia en estas entidades sometidas a un régimen de «pilotaje automático». Téngase en cuenta, a su vez, que en estas sociedades las relaciones entre el sponsor y la entidad tienen su punto de partida no tanto en la aportación al capital, sino en la venta de activos y posteriormente en los contratos de prestación de servicios integrados de gestión del proyecto. En este punto, los supuestos de confusión de patrimonios y de dirección financiera unificada, a los que se pueden unir los de infracapitalización de la entidad y su radicación en paraísos fiscales, han de ser convenientemente ponderados como expresión de una finalidad fraudulenta perseguida a través de la concreta figura utilizada. Sin embargo, la aplicación excepcional de esta doctrina y la necesidad de concurrencia de los presupuestos que le dan lugar excluyen que la mera creación de

una entidad de propósito especial pueda ser considerada *per se* un acto ilegítimo del sponsor.

Todo lo anterior se ha de enlazar con el fin último de crear una sociedad o entidad, o *lato sensu* un patrimonio separado, con el objeto evitar que la insolvencia de una de las partes se comunique a la otra. Con base en el desarrollo dogmático anterior y la ampliación del marco del control, la insolvencia de la entidad de propósito especial o, en su caso, del sponsor, ha de ser tratada desde la perspectiva del concurso de los grupos de sociedades o, del más amplio, de las entidades jurídicamente vinculadas. Ciertamente, labor de *compliance* o cumplimiento normativo en estas entidades se centrará en la adopción de estructuras organizativas que impidan que la insolvencia de una entidad, sea la sponsor sea la de propósito especial, tenga efectos sobre la otra.

Pero la problemática derivada de esta nueva fenomenología societaria ha de ser convenientemente contrastada con nuestro esquema normativo. De un lado, la acumulación de concursos ha de ser distinguida de las situaciones de confusión de masas, que solo cabrán en los casos en los que las relaciones entre las partes acrediten tal posibilidad. Fuera de ello, la venta de activos igualmente puede tener incidencia en el ejercicio de las acciones de reintegración y en el reconocimiento de una vinculación entre las partes en la clasificación de los créditos. De otro, estas entidades pueden servir como medio para una eventual solución a la insolvencia. Como «entidades vehiculares», pueden ser utilizadas como vía para la ejecución de un convenio de acreedores o como mecanismo para una mejor solución en caso de liquidación del patrimonio del concursado. Así se confirma que en el especial tratamiento dado en el procedimiento concursal a las entidades concesionarias de servicios públicos y con la reciente regulación para la recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, en concreto, en relación con el recurso a las llamadas «entidades puente» y a las «sociedades gestoras de activos».

No quisiera concluir estas primeras palabras sin hacer mención de que esta obra ha sido en parte resultado de las estancias de investigación realizadas en los años 2015 y 2016 en el Departamento de Law and Economics de la Universidad de California en Berkeley, y en el Institut für Ausländisches und Internationales Privat- und Wirtschaftsrecht de la Juristische Fakultät de la Universidad de Heidelberg. Por ello quiero agradecer a los Profesores David Stephen Solomon y Marc-Philippe Weller su calurosa acogida y las facilidades ofrecidas para la integración en los respectivos equipos de investigación de tan prestigiosos centros académicos. También a la profesora Aurora Bosch, Catedrática de Historia Contemporánea de la Universidad de Valencia, por su cari-

ño y amistad, y por sus enseñanzas acerca de la cultura e historia norteamericana durante nuestros paseos por la *Bay Area* de San Francisco.

Entre estos agradecimientos es obligada la referencia al magisterio del profesor José Miguel Embid Irujo, que ha tenido a bien prologar este trabajo, cuyas prudentes recomendaciones siempre enriquecen la labor de sus discípulos y evidencian un «modo de hacer» riguroso con la investigación del Derecho; y al resto de miembros del grupo investigador *Commenda* en Derecho de sociedades, que aglutina buena parte de su amplia escuela y con quienes comparto mi ferviente interés por esta disciplina del Derecho. Igualmente quisiera hacer extensible mi agradecimiento a la Agencia estatal del Boletín Oficial del Estado en la persona del Director de la colección de Derecho Privado, el profesor Antonio Manuel Morales Moreno, a la sazón Catedrático de Derecho Civil de la Universidad Autónoma de Madrid, por su buen hacer e interés para que esta obra haya podido ver la luz. Y por último a mi mujer, Mónica, por su comprensión durante mis largas ausencias, y a mis hijas Isabel y Candela, como insuficiente compensación por el tiempo que este libro les ha robado.

## CAPÍTULO 1

### **CONCEPTO, CLASES, ÁMBITO DE APLICACIÓN Y FUNCIÓN ECONÓMICA DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL: «VEHÍCULOS DE INVERSIÓN EMPRESARIAL» Y «VEHÍCULOS FINANCIEROS»**

#### 1. INTRODUCCIÓN: ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL: SU RELEVANCIA EN LA CRISIS ECONÓMICA GLOBAL

La utilización de las entidades de propósito especial adquiere relevancia en el marco de la «financiación de proyectos» en los años ochenta del pasado siglo, y a partir de entonces ha seguido una tendencia creciente a escala mundial, principalmente por el influjo de los Estados Unidos de Norteamérica y del Reino Unido en la contratación internacional<sup>1</sup>. En paralelo, desde la captación del fenómeno en el campo de la contabilidad, el *Financial Accounting Standards Board* (FASB) no concretó ninguna previsión específica para las entidades de propósito especial que ya proliferaban en los mercados financieros; en concreto, en la titulización de instrumentos financieros<sup>2</sup>. En 1984, el FASB se limitó a remitir el estudio de la figura a un comité denominado *Emerging Is-*

---

<sup>1</sup> Los primeros intentos regulatorios fueron la denominada PURPA (*Public Utility Regulatory Power Act*, 1987) en Estados Unidos y la Sociedad Británica de Iniciativas Privadas (*Private Finance Initiative*, PFI, 1992).

<sup>2</sup> Se atribuye a Nicholas Sossidis y a Stephen Partridge-Hicks, en el Londres de 1988 y 1989, la creación de las primeras estructuras de propósito especial para Citigroup, denominadas, curiosamente, *Alpha Finance Corp.* y *Beta Finance Corp.* Al respecto, por todos, KAPIL, S./KAPIL, K., «Role of SIVs in a financial crisis: the Citigroup debacle», *International Journal of Applied Management Science (IJAMS)*, vol. 1, núm. 3, 2009.

*sues Task Force* («EITF»); pero no fue hasta 1996 cuando el Comité de Reguladores de Valores Europeos, antecesor de la actual Autoridad Europea de Valores y Mercados (*European Securities and Markets Authority –ESMA–*), advirtió la necesidad de armonizar ciertas «diferencias significativas» entre los sistemas nacionales de la contabilidad en materia de combinación de negocios y de consolidación contable.

En este punto, el Comité de Reguladores de Valores Europeos empezó a perfilar el marco conceptual dentro del cual, a tenor de los principios contables generalmente aceptados (*Generally Accepted Accounting Principles –GAAP–*), las entidades de propósito especial podían no someterse a la obligación de consolidación de sus cuentas con la entidad que fuera su promotora, patrocinadora o sponsor, de conformidad con los parámetros de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, también conocidas por sus siglas en inglés como IFRS (*–International Financial Reporting Standard–*)). Así, la necesidad de una mayor transparencia, aun cuando las entidades sponsor no tuvieran que consolidar sus cuentas con las entidades de propósito especial por ellas creadas, se había de reflejar a través de informaciones financieras relativas a sus relaciones. Todo ello a fin de cumplir con los requerimientos de los principios de contabilidad generalmente admitidos a nivel internacional. Con todo, pese a la tendencia a la aceptación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), todavía en la actualidad se mantienen algunas diferencias en la forma y contenido del reporte de la información financiera que atañe a las relaciones entre estas entidades<sup>3</sup>.

En toda esta evolución, el caso Enron de 2001 supuso un hito, que ya tuvo un precedente años atrás en el marco de la anterior crisis económica en el último decenio del pasado siglo en el conocido como caso *Tower Financial* de 1994. El caso Enron tuvo una relevante repercusión, y en buena medida llevó a la adopción de medidas legislativas de fomento de la transparencia, en particular mediante a la promulgación de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002. Este movimiento de reforma del *Corporate governance* fue recogido en España a través, principalmente, de la llamada «Ley de transparencia» de 2003<sup>4</sup>. Durante mucho tiempo, las entidades de propósito especial fueron utilizadas con el objeto de servir a la financiación de proyectos y de inversiones mediante la

---

<sup>3</sup> Acerca de esta evolución puede verse, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1. The Legal Issues of International Accounting Standards on the Consolidation of Special Purpose Entities», *International Company and Commercial Law Review*, 2006, pp. 304-317, p. 315.

<sup>4</sup> Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

titulización de activos, permitiendo así una mayor liquidez en el mercado<sup>5</sup>. Además, en un entorno de globalización de la economía y de liberalización de los movimientos de capitales, los incentivos derivados de las ventajas fiscales concedidos por los gobiernos del lugar de domiciliación de estas entidades, a su vez, favorecieron su promoción. Este fenómeno, generalizado en el mercado global, en parte ha dado lugar a que se identifique esta forma organizativa con las entidades «off shore», o radicadas en paraísos fiscales, cuya titularidad se vincula a las personas que carezcan de la nacionalidad o residencia en el Estado donde la entidad tiene establecido su domicilio<sup>6</sup>.

Pero volviendo al caso Enron, estas entidades «fuera de balance» fueron utilizadas para ocultar pérdidas acumuladas y crear beneficios ficticios a través de operaciones financieras y transferencia de activos entre distintas sociedades, alterando así la cotización de la entidad sponsor. De este modo, el caso Enron sirvió para aflorar la práctica del *Round-tripping*, o de las *Lazy Susans*, como las transacciones de ida y vuelta o el uso de las llamadas bandejas o más popularmente conocidas como «puertas giratorias». Con diferentes versiones, mediante estas operaciones, dentro de la mal llamada «contabilidad creativa», una sociedad, como mecanismo para obtener beneficios ficticios e incrementar su valor de mercado, vendía un activo «inactivo» o carente de explotación a otra sociedad, con un pacto de recompra de dicho bien o de otros similares por el mismo precio<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> El preámbulo de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, destaca que la titulización, que permite transformar un conjunto de activos financieros poco líquidos en instrumentos negociables y líquidos que generan flujos de caja de periodicidad fija, tras una etapa de rápido crecimiento económico, que llegó a situar a España como uno de los grandes emisores de este tipo de valores en Europa, sufrió una brusca interrupción con el estallido de la crisis financiera internacional en 2007. La nueva regulación pretende, por lo tanto, la revitalización de este instrumento de financiación. En este contexto, MARTÍN MARTÍN, M.<sup>a</sup> R., *La titulización en Europa durante la crisis*, documento de trabajo núm. 49, ed. Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, julio 2011, pp. 1-60.

<sup>6</sup> Acerca de la utilización del *Private Purpose Trust* a estos fines, VIRGÓS SORIANO, M., *El Trust y el derecho español*, ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2006, p. 21.

<sup>7</sup> Sobre la utilización abusiva de las entidades de propósito especial durante dicha época, entre otros, SCHWARCZ, S. L., «Enron and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures», *University of Cincinnati Law Review*, núm. 70, 2002, pp. 1309-1318; CARPENTER, H., «Special-Purpose Entities: A Description of the Now Loathed Corporate Financing Tool (How Enron Used Them to Manipulate Financial Statements and a Recommendation for New Disclosure Standards Raison d'être: Risk Management or Financial Manipulation?)», *Mississippi Law Journal*, vol. 72, núm. 3, pp. 1065-1098; y NEWMAN, N., «Enron and the Special Purpose Entities – Use or Abuse – The Real Problem – The Real Focus», *Law and Business Review of the Americas*, vol. 13, núm. 1, 2007, pp. 97-138. Desde una perspectiva contable, FENG, M./GRAMLICH, J./GUPTA, S., «Special purpose entities: empirical evidence on determinants and earnings management», *The Accounting Review*, núm. 84, 2009, pp. 1833-1876. En Alemania puede verse el caso *Rhineland Funding Capital Corporation del Düsseldorf IKB* en 2007, comentado por ZEREY, J. C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 25-34.

De nuevo, años después, la crisis económica y las hipotecas *sub-prime* vinculadas a préstamos bancarios, con particular incidencia en los mercados financieros, han puesto en el centro de atención a las entidades de propósito especial como mecanismo vehicular. El incumplimiento de las devoluciones por los prestatarios, junto con la falta de cobertura de las garantías colaterales, supuso que los inversores en estas entidades, muchos de ellos fondos de inversión y de pensiones, no pudieran obtener el retorno esperado de su inversión. Ello dio lugar a que los sponsors, generalmente pertenecientes a la banca de inversión, y en último extremo, las autoridades bancarias nacionales o supranacionales, por «cuestiones de reputación» unos, y de interés público los otros, tuvieran que afrontar las pérdidas generadas por las entidades de propósito especial. Y todo a fin de mantener la confianza de los mercados, de evitar el efecto contagio dentro del «mercado financiero global», aun a costa de ver afectados los ratios de solvencia de las entidades y, en muchos casos, de la necesidad de su saneamiento financiero. Paradigmático de lo que se acaba de decir fue el caso Bear Stearns, entidad vendida en 2008 a JP Morgan Chase, y en ese mismo año el caso Lehman Brothers. Entre otras circunstancias, la falta de información adecuada respecto de la inversión en entidades de propósito especial y en las transacciones financieras entre las entidades vinculadas dio lugar a la insolvencia de la entidad patrocinadora como consecuencia de las inversiones efectuadas en estas entidades vehiculares<sup>8</sup>.

Pero este fenómeno tampoco es exclusivo del ámbito financiero, sino que también se advierte el marco de las entidades de propósito especial vinculadas al ejercicio de actividades empresariales y de explotación de obras civiles. Así, los acuerdos que dan lugar a la «financiación de proyectos» admiten pactos, dentro de la contratación pública, por los que en determinados casos o circunstancias, entre los que se encuentran la insolvencia de la entidad de propósito especial creada al efecto, corresponderá a la Administración la asunción de las deudas incurridas en la realización del proyecto, aún de modo subsidiario. Esta práctica, bien basada en los compromisos contractuales asumidos, bien por los efectos que la insolvencia de la entidad tendría en el mercado y en la imagen de la gestión pública de proyectos de inversión, a la postre comporta el efecto pernicioso de la «socialización» de las pérdidas generadas por el proyecto. Se

---

<sup>8</sup> Una primer antecedente de las denominadas «sociedades vehiculares» se puede hallar en la sociedad particular romana para «dar de comer a la bestia» (*pecus pascendum dare*), por la cual uno de los socios aportaba ganado, o incluso un esclavo, y el otro quedaba encargado de apacentar, alimentar o instruir al ganado o al esclavo, al objeto de su posterior venta y del correlativo reparto de la ganancia obtenida entre los *socii*, pasaje traído de Juliano por HERNANDO LERA, J., *El contrato de sociedad. La casuística jurisprudencial clásica*, ed. Dykinson, Madrid, 1992, p. 130.



presenta, por lo tanto, como una suerte de mecanismo que permite compartir responsabilidades por deudas entre la inversión privada y la gestión pública a raíz del desarrollo de actividades de fomento<sup>9</sup>.

## 2. CONCEPTO DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL Y ADOPCIÓN DE UNA FORMA JURÍDICA PARA EL EJERCICIO DE SU COMETIDO

### 2.1 Una primera aproximación al concepto de entidad de propósito especial

Las entidades de propósito especial adoptan una forma subjetiva admitida por la ley, si bien el elemento definidor es la creación de esta entidad por otra distinta, denominada sponsor o patrocinadora, mediante la atribución, a título de propiedad o por otro título diferente, de bienes para la realización de un «propósito» o «cometido» específico, delimitado por la actividad a la que se va a dedicar. La creación de la entidad con un propósito limitado y definido comporta, por otra parte, la adopción de un conjunto de medidas en el momento constitutivo tendentes a que la nueva entidad limite su ámbito de actuación a unos fines específicos, y que su «capitalización» se ajuste a las necesidades financieras del proyecto que constituya su objeto, así como la ordenación, en su caso, del sistema de retorno de la inversión efectuada por el sponsor<sup>10</sup>.

En este orden de cosas, el marco de la definición de inversión directa de la OCDE en su anexo 7 desarrolla la figura y, si bien reconoce las dificultades de su definición en su anexo 13, marca unas pautas concretas para que pueda ser identificada. Como indica el anexo 7, las empresas multinacionales a menudo diversifican geográficamente sus inversiones a través de diferentes estructuras organizativas, que pueden incluir entidades de propósito especial con formas jurídicas diversas según el Estado donde radiquen. En todo caso, desde esta perspectiva, adoptan la forma de personas jurídicas, en las que la integra-

---

<sup>9</sup> En nuestro entorno pueden verse como botón de muestra la paralización de las obras del Proyecto Castor, para la construcción de un almacén de gas submarino situado frente a las costas de Vinaroz (Castellón) en el año 2013, o más recientemente las cuestiones relacionadas con el «rescate» público de las autopistas radiales de Madrid.

<sup>10</sup> LUO T./WARFIELD, T., «The Implementation Effects of Expanded Consolidation: the Case of Consolidating Special Purpose Entities», *Accounting and Finance*, vol. 54, 2014, pp. 539-566, p. 543, quienes destacan su baja capitalización, la ausencia de recursos humanos para su gestión, que son externalizados mediante acuerdos de arrendamientos de servicios, y la intermediación de un gestor fiduciario.

ción de recursos humanos es residual o incluso puede llegar a ser nula<sup>11</sup>. Estas estructuras sirven para canalizar las inversiones de sus empresas matrices, que las controlan directa o indirectamente, empresas que se hallan generalmente en otra jurisdicción. Además, los activos y pasivos no se destinan a actos de producción de manera significativa, por lo que la labor de gestión tiene un papel menor en la organización<sup>12</sup>. Se percibe sí la existencia de una organización prediseñada y cuya actuación ordinaria, en principio, se puede calificar de «automata»<sup>13</sup>.

*Prima facie* las entidades de propósito especial suponen la utilización, mediante determinadas fórmulas contractuales o societarias, de mecanismos útiles para la separación de los riesgos que incorpora la realización de determinadas actividades de inversión. Entre ellos pueden encontrarse arrendamientos o titulaciones de activos financieros o actividades de investigación y desarrollo, pero también otras actividades económicas vinculadas a la ejecución de proyectos de inversión empresarial<sup>14</sup>. A través de estas entidades los inverso-

---

<sup>11</sup> Cuando esto sea así, en el ámbito de los fondos de titulación, la letra g del artículo 29 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, exige que al menos las sociedades gestoras cuenten con una organización administrativa y contable adecuada y proporcionada conforme al carácter, escala y complejidad de sus actividades, y con los medios técnicos y humanos suficientes para llevar a cabo sus actividades; a lo cual el artículo 30 añade una separación de unidades operativas, de unidades de cumplimiento normativo, control de riesgos y auditoría interna, y, cuando la sociedad gestora desempeñe una «gestión activa», un comité especial de supervisión.

<sup>12</sup> *The OECD Benchmark Definition of Direct Investment*, Cuarta edición, 2008, en atención a las «empresas multinacionales» (*Multinational enterprises –MNEs–*), destaca estas características: «often diversify their investments geographically through various organisational structures. These may include certain types of Special Purpose Entities. Examples are financing subsidiaries, conduits, holding companies, shell companies, shelf companies and brass-plate companies. Although there is no universal definition of SPEs, they do share a number of features. They are all legal entities that have little or no employment, or operations, or physical presence in the jurisdiction in which they are created by their parent enterprises which are typically located in other jurisdictions (economies). They are often used as devices to raise capital or to hold assets and liabilities and usually do not undertake significant production.

An enterprise is usually considered as an SPE if it meets the following criteria: i) The enterprise is a legal entity, formally registered with a national authority; and subject to fiscal and other legal obligations of the economy in which it is resident. ii) The enterprise is ultimately controlled by a non-resident parent, directly or indirectly. iii) The enterprise has no or few employees, little or no production in the host economy and little or no physical presence. iv) Almost all the assets and liabilities of the enterprise represent investments in or from other countries. v) The core business of the enterprise consists of group financing or holding activities, that is – viewed from the perspective of the compiler in a given country – the channelling of funds from nonresidents to other non-residents. However, in its daily activities, managing and directing plays only a minor role».

<sup>13</sup> GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», NBER Working Paper No. 11190, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, marzo 2005, pp. 1-62, las configuran así como «empresas robot» (*robot firms*) en las que sus funciones administrativas son desarrolladas por un fiduciario a tenor de unos criterios o reglas predefinidos, en particular en la distribución de los ingresos, mientras que otras decisiones relevantes les son proscritas.

<sup>14</sup> Sobre estos diversos objetos para los cuales se constituye la entidad, BEATTY, A./BERGER, P./MAGLIOLO, J., «Motives for forming research & development financing organizations», *Journal of Accounting and Economics*, núm. 19, 1995, pp. 411-442.

res tratan de evitar que eventuales situaciones de insolvencia del sponsor puedan afectar a su inversión, al paso que el sponsor se asegura una remuneración sobre el capital invertido o dispuesto en la entidad de propósito especial. Junto a ello, la aportación de bienes del sponsor a la entidad para la financiación de la concreta actividad para la que se constituye evita, en sentido inverso, la asunción de las responsabilidades derivadas de la ejecución del proyecto. De otro modo, el recurso a esta figura, también mediante la creación de «compartimentos estancos», permite limitar la afectación de los resultados adversos que puedan tener lugar, en particular en los casos de estructuras financieras complejas, sobre el conjunto patrimonial de la entidad creadora.

Un referente normativo en este sentido puede encontrarse en el apartado A26 de la Norma Internacional de Auditoría NIA 315, en su adaptación para su aplicación en España (NIA-ES 315), que se refiere a la identificación y valoración de los riesgos de incorrección material mediante el conocimiento de la entidad y de su entorno<sup>15</sup>. Según la misma, la entidad con cometido especial, también conocida como entidad o vehículo de propósito especial, es una entidad generalmente constituida con un propósito limitado y bien definido, como por ejemplo llevar a cabo un arrendamiento o una titulización de activos financieros, o desarrollar actividades de investigación y desarrollo. La entidad puede adoptar la forma de una sociedad anónima u otro tipo de sociedad, un fideicomiso o una entidad no constituida con forma jurídica de sociedad. La entidad por cuenta de la que se ha constituido la entidad con cometido especial puede a menudo transferirle activos (por ejemplo, como parte de una transacción para dar de baja activos financieros), obtener el derecho a utilizar sus activos, o prestarle servicios, a la vez que la entidad con cometido especial puede obtener financiación de otras partes<sup>16</sup>.

## 2.2 El acogimiento de una forma jurídica por las entidades de propósito especial

Siguiendo con la aproximación económica a estas entidades, desde la perspectiva de su titularidad, si bien es cierto que en una primera instancia la entidad sponsor será la titular de la entidad, se ha de tener en cuenta, especial-

---

<sup>15</sup> Adaptada para su aplicación en España mediante Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, de 15 de octubre de 2013.

<sup>16</sup> En tal sentido, la Interpretación SIC-12 admite, igualmente, que «Una entidad puede haber sido creada para alcanzar un objetivo concreto y perfectamente definido de antemano (por ejemplo, para llevar a cabo un arrendamiento, actividades de investigación y desarrollo o la titulización de un activo financiero)».

mente en el marco de la inversión internacional, que en determinados casos puede ser necesaria la presencia de inversores nacionales en una determinada porción de la inversión. Esto incluso puede dar lugar a la existencia de entidades de propósito especial respecto de las cuales la entidad sponsor no adopte una posición de control interno, esto es, accionarial, reservándose entonces una facultad de «influencia notable» a través de otros mecanismos contractuales<sup>17</sup>. Tal y como se indica en el apartado A7 de la NIA 550 sobre partes vinculadas (NIA-ES 550), en algunas circunstancias una entidad con cometido especial puede ser una parte vinculada con la entidad. Para ello no es preciso que exista control formal, sino que será suficiente con que pueda controlarla de hecho, lo cual puede suceder, incluso, cuando el sponsor o promotor tenga una participación reducida o nula en su patrimonio neto<sup>18</sup>.

Esto nos lleva, por lo tanto, a reconocer los mecanismos a través de los cuales estas entidades de propósito especial adoptan una determinada forma jurídica para la realización de su cometido. Aun cuando la entidad de propósito especial pueda adoptar cualquier veste societaria admitida en nuestra legislación, se ha de señalar que en este ámbito es frecuente el recurso a las estructuras societarias de capital (en el ámbito internacional a la *limited company*, a la *limited partnership*, o a la *corporation*), incluso en aquellos países del *Common Law* en los que la forma fiduciaria del *trust* tiene cabida entre sus instituciones<sup>19</sup>. En otros casos, estas «entidades de propósito especial» adoptan formas de fondos de inversión o de «compartimentos», dentro de las sociedades de inversión colectiva o de los fondos de titulización, como medio para fomentar la inversión y cubrir la falta de previsión legislativa en torno a la institución fiduciaria<sup>20</sup>. Incluso, a la hora de diversificar la inversión, con motivo de los

<sup>17</sup> El término de la SPV tiene mención expresa en la legislación alemana, en particular, en la Ley bancaria alemana (§ 1, párr. 26 *Kreditwesengesetz* –KWG–) y en el Reglamento de solvencia (§ 231 párr. 2 *Solvabilitätsverordnung* –SolvV–). Según su contenido, una entidad titulización de propósito especial –*Verbriefungszweckgesellschaft*– es una empresa constituida con el único propósito de llevar a cabo una o más operaciones de titulización y con la intención de aislar las obligaciones de la sociedad instrumental de titulización de las de su sponsor, en la que sus partícipes tienen un derecho asociado por su interés en el fondo por lo que comprometan en la titulización o al intercambio de sus derechos. Entre nosotros puede consultarse, con referencia a la SPV, como entidad instrumental independiente de la originadora, PAYÁ PUJADÓ, A. S., *Régimen legal de la titulización*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2002, esp. p. 261 ss.

<sup>18</sup> Adaptada para su aplicación en España mediante Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, de 15 de octubre de 2013.

<sup>19</sup> GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., pp. 1-62, p. 7. Así, sobre la alternativa de los fondos de inversión como patrimonios sin personalidad jurídica en España y en Francia, y sobre la exclusión de la figura del *Trust* en el caso de Alemania, puede verse ARLT, R., *True Sale Securitisation unter besonderer Berücksichtigung der Rechtslage in Deutschland und Italien*, ed. Duncker & Humblot, Berlin, 2009, pp. 175 y 178.

<sup>20</sup> En Luxemburgo, donde radican buena parte de estas entidades en el ámbito europeo, BASLER-GRETIC, P., et al., «Gesellschaftsrecht», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Ba-

requerimientos de participación estatal o de otra entidad nacional, la fórmula de la *joint-venture* o empresa conjunta, en cualquiera de sus formas, contractual o societaria, puede ser un mecanismo hábil para desarrollar el específico objetivo perseguido<sup>21</sup>.

Sin embargo, por lo general y a fin de huir de obligaciones contables, como entidades «off-shore», el sponsor instrumentaliza su inversión a través de otros fondos fiduciarios que titulan el capital de estas sociedades, denominadas «huérfanas», de modo que, mediante estas estructuras, evita su inclusión en el perímetro de consolidación contable<sup>22</sup>. En este sentido, la interpretación de la SIC 12 admite, en sentido amplio, que tales «Entidades de Cometido Específico» (ECE) puedan adoptar la forma jurídica de sociedades de capital, fideicomisos o asociaciones entre entidades, o, incluso, una figura sin forma jurídica de sociedad. Es más, en el Derecho norteamericano formas que tradicionalmente se vinculan a la afectación de patrimonios con una determinada finalidad, como el *Trust*, pueden servir para la realización de actividades eco-

---

den, 2013, p. 193-207, p. 199, recoge la admisión de que la «Soparfi», como «sociedad de participaciones financieras», pueda crear «compartimentos». En nuestro sistema VIRGÓS SORIANO, M., *El Trust y el derecho español*, cit., p. 39, se refiere a otras figuras que permiten integrar parcialmente el *Trust* en los Derechos continentales que no lo admiten, tales como los patrimonios separados, los negocios fiduciarios y las fundaciones familiares. También el apartado segundo del artículo 15 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, autoriza, cuando así esté previsto en la escritura de constitución, que el patrimonio de los fondos de titulización pueda dividirse en compartimentos independientes, en los cuales se integren valores u obligaciones de diferentes clases, con liquidación y responsabilidad exclusivas frente a los acreedores y autónomas respecto del resto de patrimonio del fondo.

<sup>21</sup> Igualmente, HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, 3.ª ed., ed. Cambridge University Press, 2008, p. 88-91, que destaca las formas societarias, desde las corporativas, hasta las cerradas y personalistas, para la ejecución del proyecto por la entidad de propósito especial, si bien puede adoptar otras formas contractuales, como una *joint venture*, o incluso grupales, a través de agrupaciones de interés económico, en su caso de carácter europeo, o de un consorcio (léase unión temporal) de empresas. Sobre la adaptación de la *joint-venture*, en sus diversas formas, a nuestro sistema jurídico, pueden verse MIQUEL RODRÍGUEZ, J., *La sociedad conjunta: (joint venture corporation)*, ed. Civitas, Madrid, 1998, pp. 343-349; ÁLVAREZ VEGA, J. M., «La sociedad conjunta», *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, (dir. Alvarez/Carrasco), ed. Aranzadi, Pamplona, 2001, p. 335-336; y PAULEAU, C., *El régimen jurídico de las «Joint Ventures»*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2003, pp. 601-640.

<sup>22</sup> El «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Report on Special Purpose Entities*, Basel Committee on Banking Supervision, The Joint Forum of the International Organisation of Securities Commissions and the International Association Of Insurance Supervisors, Bank for International Settlements Press & Communications, Basilea, Suiza, septiembre 2009, pp. 1-107), p. 66, alude expresamente a que la mayoría de las SPEs en el ámbito internacional adoptan esta forma de entidades «huérfanas» (*orphan vehicles*), entendidas como aquellas formas sociales cuyo capital es titularidad de un *charitable trust*, de modo que su creador no aparece como el titular de sus acciones o participaciones, y por ello no se le puede atribuir su control («Orphan vehicles are entities whose share capital is a nominal amount and held beneficially on trust for a charity. The holding of shares on trust for charitable purposes ensures the SPE is not owned by the originator, making the case that the originator does not control the SPE»). Al respecto, puede verse ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., pp. 181 y 189, con referencia a la *Waisengesellschaft*.

nómicas, en particular tras la admisión del conocido como *Business Trust*<sup>23</sup>. Aun cuando en nuestro sistema el recurso *Trust*, y aún al *Charitable trust*, no resulta admitido, no se puede tampoco desdeñar la facultad concedida a las fundaciones, como entidades dotadas de personalidad jurídica, para intervenir en cualesquiera actividades económicas a través de su participación en sociedades en las que no se responda personalmente de las deudas sociales (cfr., art. 24 Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones)<sup>24</sup>.

### 3. CLASES DE ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

#### 3.1 Sociedades de propósito especial y relaciones de carácter fiduciario

##### 3.1.1 LAS RELACIONES FIDUCIARIAS: ESPECIAL REFERENCIA AL TRUST

Cierto es que en la actividad financiera no es en todo caso necesario el recurso a instancias intermedias y que la realización de operaciones en el mercado financiero puede organizarse por vía contractual. En tal sentido ha cobrado impulso el recurso a relaciones fiduciarias en este ámbito para la gestión de patrimonios destinados a inversiones específicas. Como «herencia» del Derecho romano se reconoce en nuestros esquemas tradicionales, incluso fuera del ámbito familiar, si bien no sin restricciones, la «sustitución fideicomisaria», lo

---

<sup>23</sup> La admisibilidad del *Business Trust* es recogida de forma expresa en el artículo 101 de la *Uniform Statutory Trust Entity Act* de la *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* (USTEA) de 2009. En tal sentido, el Trust es definido como «la relación fiduciaria establecida respecto de una propiedad resultante de una manifestación o intento de crear dicha relación y con sujeción de la persona que titula la propiedad a deberes de actuación en relación con ella para beneficios sociales o de una o más personas, de las cuales al menos una no sea el fiduciario, siempre que el propósito de la fiducia sea benéfico o comercial, entre el que se incluye el trust de negocio (*business trust*)». (3) («Common-law trust» means a fiduciary relationship with respect to property arising from a manifestation of intent to create that relationship and subjecting the person that holds title to the property to duties to deal with the property for the benefit of charity or for one or more persons, at least one of which is not the sole trustee, whether the purpose of the trust is donative or commercial. The term includes the type of trust known at common law as a «business trust»). Sobre esta evolución, SCHWARCZ, S. L., «Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery», *The Business Lawyer*, núm. 58, 2003, pp. 559-585; y SITKOFF, R. H., «Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency», *University of Michigan Law School*, John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper No. 20, 2003, y en «The Economic Structure of Fiduciary Law», *Boston University Law Review*, núm. 91, 2011, pp. 1039-1049.

<sup>24</sup> Al respecto, EMBID IRUJO, J. M., «Empresa y fundación en el ordenamiento jurídico español (La fundación empresarial)», *Anuario de derecho de fundaciones*, 2010, pp. 15-67; y HERNANDO CEBRIÁ, L., «Relaciones de la fundación con el mercado y la empresa: de la sociedad de fundación a la fundación de sociedad», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 26, 2011, pp. 71-97. También sobre la posibilidad de que el sponsor adopte la forma de una fundación o de un *charitable trust*, DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013 pp. 35-39, p. 37.

cual puede acaecer en favor de un heredero para que conserve un determinado patrimonio o lo trasmita a un tercero (cfr., art. 781 y ss. C.c.)<sup>25</sup>. En la evolución del Derecho romano, las «sustituciones fideicomisarias», destinadas para conservar los bienes vinculados a una sola familia, se trasladaron luego al llamado *pactum fiduciae*, que implicó un acuerdo entre vivos con la obligación para el adquirente de retransmitir los bienes en determinadas circunstancias<sup>26</sup>.

Sea como *fiduciae cum creditore* o de garantía, donde el deudor transfería por *mancipatio* o *injure cessio* la propiedad de un bien con el encargo de que le fuera retransmitido toda vez la obligación fuera satisfecha, sea como *fiduciae cum amico*, en la que fiduciante transfería los bienes y con ellos las facultades dominicales al fiduciario, estos negocios inter vivos, dentro del marco de la libertad de pactos sobre la que pivota nuestro régimen contractual, pueden ser utilizados en el ámbito del Derecho mercantil<sup>27</sup>. En principio, la confianza depositada en el fiduciario, esto es, en su buen hacer en el manejo de los asuntos y de las cosas entregadas, sustenta la validez del negocio jurídico. Cuestión distinta será, sin embargo, que la fiducia sea utilizada para simular otro negocio o para servir a finalidades de ocultación patrimonial fraudulentas de los legítimos derechos de terceros que recaigan, para su ejecución, en el patrimonio del deudor, si bien esta cuestión merece un tratamiento más detallado en el cual no nos podemos detener<sup>28</sup>.

En la fiducia de confianza tiene lugar una suerte de inversión de la teoría del «título y del modo» que tradicionalmente sustenta nuestro Derecho de contratos. Como consecuencia de la «teoría del doble efecto», acontece una transmisión de la propiedad de los bienes, con eficacia real, en favor de fiduciario, quien, al paso, ha de conducirse en la manera que resulte de la confianza depo-

<sup>25</sup> Acerca de estas cuestiones, SERRANO DE NICOLÁS, A., «Planificación sucesoria: el testamento en la sucesión anómala y las transmisiones «parasucesorias»», *Conflictos en torno a los patrimonios personales y empresariales* (coords. M. Garrido Melero/ J. M. Fugardo Estivill), vol. 1, 2010, ed. Bosch, Barcelona, pp. 3-53, pp. 7-9; y FUENTES MARTÍNEZ, J. J., «La conservación y continuidad de la empresa ante el fenómeno sucesorio», *ibidem*, pp. 219-268, p. 265-6.

<sup>26</sup> La Comunicación de la Comisión sobre la transmisión de las pequeñas y medianas empresas, de 28 de marzo de 1998 (98/C 93/02), en referencia a otras figuras de Derecho comparado para el mantenimiento de la empresa, apunta algunas de estas formas de administración de patrimonios en los distintos países de la Unión. En ella se hace especial mención al *administratiekantoor* del Derecho neerlandés, al *trust* del Derecho inglés, a la *Treuhandgesellschaft* del Derecho alemán, y a la *fiducie* en Luxemburgo.

<sup>27</sup> En nuestra doctrina supone una referencia obligada, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, Cuadernos Civitas, ed. Civitas, Madrid, 1981, p. 45 ss.

<sup>28</sup> Así, con remisión a la Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de mayo de 1944, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, cit., p. 40. En general, sobre la necesaria distinción entre la causa ilícita y el negocio simulado o celebrado en fraude de acreedores, SABORIDO SÁNCHEZ, P., *La causa ilícita: delimitación y efectos*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2005, pp. 306-7. Asimismo, respecto del *Trust*, VIRGÓS SORIANO, M., *El Trust y el derecho español*, cit., p. 168, y DE ARES-PACOCAGA, J., *El trust, la fiducia y figuras afines*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2000, pp. 71-2.

sitada por el fiduciante. El fiduciario, por lo tanto, adquiere la plena propiedad de la cosa y las facultades que le son inherentes, mientras que su comportamiento, incluida la disposición de los bienes, en el plano interno obligacional y sólo en éste, queda comprometido al fin para el cual le son entregados<sup>29</sup>. La fiducia, que puede atender a diferentes propósitos, como el de administración, el de inversión o el de garantía, no supone más que la legitimación al fiduciario para actuar, al menos en el aspecto interno de la relación, en interés del fiduciante<sup>30</sup>.

En el ámbito externo, sin embargo, el fiduciario mantiene las facultades de disposición sobre los bienes objeto de la fiducia, aun cuando las consecuencias patrimoniales de sus actos, sean como ganancias o pérdidas, aumentos o reducciones de valor, tienen efectos sobre el fiduciante. En determinados sectores del Derecho mercantil, la irrevincabilidad de los actos dispositivos del comercio (vid. art. 85 del Código de comercio), favorecen la seguridad jurídica de estas relaciones. Un buen exponente de lo que se acaba de indicar puede ser la vinculación del contrato de fiducia al contrato de gestión de carteras de inversión (vid. art. 11.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores)<sup>31</sup>.

No obstante, la relación bilateral que resulta del negocio fiduciario, con concesión de las más amplias facultades sobre los bienes objeto de la fiducia, puede llevar, de una parte, a desviaciones en la ejecución de sus obligaciones fiduciarias, que solo pueden ser reclamadas por la vía del incumplimiento contractual. Erróneamente, en algunos sectores se denomina a este «riesgo económico» como un «problema de agencia», puesto que ni el fiduciario actúa de agente, ni queda sometido a las obligaciones que resultan de su régimen frente al principal (cfr., art. 9.2 de la Ley del contrato de agencia)<sup>32</sup>. En segundo lugar, y seguramente éste sea el aspecto más importante, la asunción de las responsabilidades derivadas de la gestión y de la imputación de las pérdidas, en última instancia, no solo recae sobre el patrimonio del fiduciario, sino que

---

<sup>29</sup> Sobre este «doble efecto», GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, cit., pp. 40-1, y VIRGÓS SORIANO, M., *El Trust y el derecho español*, cit., pp. 49-50.

<sup>30</sup> Por ello que DE CASTRO BRAVO, F., *El negocio jurídico*, ed. Civitas, 1985, pp. 423-4, se refiera a una titularidad material del fiduciario, que crea una apariencia de titularidad dominical que permite proteger a los terceros de buena fe por los actos de disposición de aquél.

<sup>31</sup> Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>32</sup> Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre Contrato de Agencia. Al respecto de los problemas asociados a los «costes de agencia», por muchos, SITKOFF, R. H., «The Economic Structure of Fiduciary Law», cit., pp. 1040-1; y ARMOUR, J./HANSMANN, H./KRAAKMAN, R., «Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement», en *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, pp. 35-53. En la tradición del *Common law*, desde la aproximación al *Trust*, BERLE, A. A., «Corporate Powers as Powers in Trust», *Harvard Law Review*, núm. 44, 1931, pp. 1049 ss., y «From Whom Corporate Managers Are Trustees; A note», *ibidem*, núm. 45, 1932, p. 1365 ss., y con MEANS, G. C., en *The Modern Corporation and Private Property*, ed. Macmillan Publishing Co., Nueva York, 1932.



tiene una repercusión patrimonial en el fiduciante. Y ello por cuanto éste es quien, en su caso, habrá de asumir las rentas o ganancias generadas, toda vez que el fiduciario cumpla con su obligación de restitución. En este punto, la fiducia no resulta un expediente lo suficientemente hábil, salvo supuestos realizados por el fiduciario claramente en fraude de los derechos de los acreedores, para limitar la responsabilidad patrimonial del fiduciante ni asegurar su posición jurídica (cfr., art. 1.111 Código civil y el ejercicio de la acción pauliana o revocatoria)<sup>33</sup>.

Por ello, en los sistemas del *Common Law* se acude a la figura institucional del *Trust*. El *Trust*, como afectación de un patrimonio a una determinada finalidad, ha servido para este fin, en particular tras la admisión del conocido como *Business Trust*<sup>34</sup>. Pero a diferencia de la fiducia, en el *Trust* se institucionaliza este patrimonio separado, merced a un expreso reconocimiento legal a este acto unilateral mediante el cual se afecta un bien en beneficio de un tercero o del propio creador, que queda así en manos del *trustee*. La regulación confiere de esta forma garantías legales al *settlor*, en relación con el destino que ha de darse a los bienes integrados en este patrimonio de afectación. Con ello, en suma, se restringe legalmente la actuación del *trustee* por los fines para los cuales se concibe la atribución patrimonial y su capacidad para disponer de los bienes entregados<sup>35</sup>.

Todo ello ha llevado a que en determinados países se acuda a esta forma jurídica para la constitución de entidades de propósito especial, o a efectos de declarar su «orfandad», al hacerlas depender tradicionalmente de *charitable trusts* o, dentro de la flexibilidad que caracteriza al *Common Law*, de otro tipo de *Trust*. Esta dinámica adquiere una particular significación en el caso de las entidades de carácter financiero. La práctica, reforzada por un reconocimiento legis-

<sup>33</sup> Sobre una primera aproximación en la adecuación del *trust* a nuestros esquemas jurídicos, más ampliamente, CLARET y MARTÍ, P., *De la fiducia y del «trust»*. *Estudio de Derecho comparado*, ed. Bosch, Barcelona, 1946, esp. pp. 68 y ss., y NAVARRO MARTORELL, M., *La propiedad fiduciaria*, ed. Bosch, Barcelona, 1950, *passim*.

<sup>34</sup> La admisibilidad del *Business Trust* es recogida de forma expresa en el artículo 101 de la *Uniform Statutory Trust Entity Act* de la *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* (USTEA) de 2009.

<sup>35</sup> Como señalan HANSMANN, H./KRAAKMAN, R., «The Essential Role of Organizational Law», *Yale Law Journal*, núm. 110, 2000, pp. 387-440, p. 406, la principal contribución del *Trust* consiste en la existencia de este patrimonio separado en favor de los beneficiarios, lo cual hace que, en principio, tal patrimonio no haya de responder de las deudas personales del *trustee*, salvo respecto de aquellos actos frente a terceros en los que actúe en su propio nombre. Sobre la distinción entre la separación de la titularidad del patrimonio del *settlor* mediante su afectación, las limitaciones en el aprovechamiento de los bienes por parte del *trustee* y la responsabilidad patrimonial, que recae en los beneficiarios, HANSMANN, H./MATTEI, U., «Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis», *New York University Law Review*, vol. 73, núm. 2, 1998, pp. 434-479, p. 438 ss.

lativo favorable, ha propiciado la aparición de *grantor trusts*, *real estate mortgage investment conduits* (conocidos como «REMICs»), *issuance trusts*, *owner trusts* y *master trusts*. La elección del tipo de *trust* concreto, además de la admisión expresa en el plano normativo, obedece a la específica finalidad pretendida y a los beneficios fiscales que tenga reconocidos. Así ocurre, además de los *charitable trusts*, con lo *grantor trusts*. No obstante, esta modalidad no permite la emisión de diferentes emisiones de bonos, por lo que se acude a la figura del *master trust* y, en particular, a la del REMIC, que permite canalizar diferentes títulos hipotecarios y, al mismo tiempo, la realización de sucesivas emisiones de obligaciones con diferentes características y periodo de amortización.

Por el contrario, cuando la aportación al *trust* sea de distintos bienes, el *settlor* podrá acudir a la figura del *owner trust*. La evolución de la figura hacia los *master trusts*, que permiten que el *Trust* reciba nuevos fondos de titulación y que también proceda a la emisión de diferentes series de obligaciones para su financiación, permiten reconocer una «socialización» de sus resultados<sup>36</sup>. Mientras, en principio, si hasta que cada emisión no sea amortizada, los beneficios obtenidos no pueden ser derivados al beneficiario, cuando se autoriza la «socialización» de los resultados del *trust*, se esquivo esta limitación. Se admite con ello la compensación de las partidas de las diferentes emisiones para atender a los pagos comprometidos, según unos criterios de liquidez global del fondo, en una suerte de «compensación o rotación financiera» o práctica *revolving*<sup>37</sup>.

En muchas ocasiones, por otra parte, la asunción de estas formas obedece a la obtención de prebendas de carácter fiscal en los «puertos francos» donde

---

<sup>36</sup> En tal sentido, el artículo 15 de nuestra Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, en su apartado primero se refiere a los fondos de titulación como patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, con valor patrimonial neto nulo, integrados, en cuanto a su activo, por los derechos de crédito, presentes o futuros, incluidos los derechos del concesionario al cobro de peaje de autopistas, que puedan ser agrupados, y, en cuanto a su pasivo, por los valores de renta fija que emitan y por los créditos concedidos por cualquier tercero.

<sup>37</sup> Más ampliamente, GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., pp. 14-6. Asimismo, REIS-ROY, C., «Securitisation Structures in the US», *Journal of International Banking Law*, núm. 13 (1), 1997, p. 18, quien alude a las figuras del *grantor trust*, del *owner trust*, y del *master trust*. El primero tiene la finalidad de evitar imposiciones fiscales, pero se encuentra limitado al uso de activos, sin participar en actividades lucrativas, de modo que ha de mantener los términos de la inversión y solo pagar intereses sobre los valores emitidos, con lo cual no permite que el pago de los créditos sea reinvertido en nuevos créditos. En el *owner trust*, sin embargo, el patrimonio puede dedicarse a actividades económicas para financiar la devolución de obligaciones a corto plazo frente al creador, así como cuando el *trust* precise otras fuentes de financiación; por último, el *master trust* es utilizado para acceder a diferentes mercados de forma simultánea. En particular, sobre la estructuración de los *master trust*, BATCHVAROV, A./COLLINS, J./DAVIES, W.: «Key Consideration for Master Trust Structures», *The Handbook of European Structured Financial Products*, ed. Wiley, Hoboken, Nueva Jersey, 2004, pp. 131-141.

se pueden domiciliar<sup>38</sup>. Con todo, el ordenamiento y la dogmática españoles mantienen ciertas limitaciones respecto de la admisión de la figura del *trust*, frente a las posturas más favorables a esta opción en otros sistemas jurídicos, en particular, en los que provienen de la tradición del *Common law*. La disociación de la propiedad en el *trust* entre una propiedad formal (*legal title*) del *trustee*, basada en los esquemas del *Common law*, y una propiedad material o bonitaria (*equitable right, cestui que trust*), basada en la equidad, en favor de los beneficiarios, se compadece mal con la admisión por nuestro Derecho de un desdoblamiento de la propiedad en ambas «propiedades» limitadas, como «derechos reales» complementarios en cuanto a las facultades que entrañan<sup>39</sup>.

A lo anterior se añade que, dentro de la flexibilidad que caracteriza a esta institución, los beneficiarios pueden ser sujetos distintos del *settlor* y del *trustee*. Tal inconveniente es superado, sin embargo, por el Convenio sobre la Ley Aplicable al Trust y a su Reconocimiento, de 1 de julio de 1985, mediante la atribución a los bienes que constituyen el *trust*, en su artículo 2, de la condición de «patrimonio separado»<sup>40</sup>. De este modo, el *trustee* solo tiene el título sobre tales bienes, sin que lleguen a formar parte de su patrimonio, y se halla sujeto a las obligaciones de administración, gestión o disposición en las condiciones fijadas por el *settlor* y por las reglas legales que rigen su funcionamiento<sup>41</sup>.

<sup>38</sup> GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 7, aluden así a los «STAR trust» en las Islas Caimán, y a la constitución de SPEs con *charities trusts* como beneficiarias en las Islas Bermudas o en las Islas Vírgenes inglesas.

<sup>39</sup> Al respecto, VIRGÓS SORIANO, M., *El Trust y el derecho español*, ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2006, p. 40 ss.; y DE ARESAPACOHAGA, J., *El trust, la fiducia y figuras afines*, cit., pp. 122 y 128.

<sup>40</sup> Desde esta perspectiva, PARDO NÚÑEZ, C. R., «Confusión de patrimonios y publicidad registral: el caso del trust», *El trust en el derecho civil* (dir. E. Arroyo i Amayuelas), ed. Bosch, Barcelona, 2007, pp. 291-335; y PAU PEDRÓN, A., «El patrimonio fiduciario desde la perspectiva registral», *ibidem*, pp. 337-362.

<sup>41</sup> Desde una perspectiva internacional, en relación con las actividades de blanqueo de capitales y terrorismo, el apartado quinto del artículo 9 del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, atiende a la relación beneficio-control que se presenta en los fideicomisos anglosajones («trusts») a través de las figuras del fideicomitente, de los fideicomisarios, del protector, de los beneficiarios o clases de beneficiarios y de cualquier otra persona física que ejerza el control efectivo final sobre el fideicomiso, incluso a través de una cadena de control o propiedad. En particular en «el caso de beneficiarios designados por características o clases, deberá obtenerse la información necesaria para establecer la identidad del beneficiario en el momento del pago o cuando el beneficiario pretenda ejercer los derechos conferidos»; y cuando a fin de evitar la tipicidad del *trust* los operadores empleen otros «instrumentos jurídicos análogos al fideicomiso anglosajón», añade a aquellas «personas que ocupen posiciones equivalentes o similares». En esta línea, el artículo 3 de la Directiva (UE) 2015/849, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, incluye el fideicomitente y el fideicomisario o fideicomisarios; el protector, de haberlo; los beneficiarios o, cuando los beneficiarios de la entidad o las estructuras jurídicas estén aún por designar, la categoría de personas en beneficio de la cual se ha creado o actúan principalmente la entidad o la estructura jurídica; y cualquier otra persona física que ejerza en último término el control del fideicomiso a través de la propiedad directa o indirecta o a través de otros

Con todo, la flexibilidad que concede esta forma de organización patrimonial ha servido para que esta institución haya tenido acogida en sistemas antagónicos a la tradición del *Common Law* de la que procede, sin que, sin embargo, sea, a día de hoy, una figura reconocida por nuestro ordenamiento jurídico<sup>42</sup>. No tanto la constitución de «patrimonios autónomos», sino el carácter oculto de la titularidad real, en relación con situaciones de «titularidad aparente» del *trustee*, impide que sea admitido en nuestro sistema como una forma de organización de la titularidad de bienes. A ello se une que el recurso a esta figura puede ser visto como un negocio simulado para perseguir otra finalidad de carácter fraudulento, así como la posibilidad de acudir a otros mecanismos de representación de amplia tradición y con una técnica más acorde con nuestra tradición jurídica<sup>43</sup>.

### 3.1.2 OTRAS RELACIONES QUE PUEDEN SURGIR CON MOTIVO DE LA CREACIÓN DE ESTAS ENTIDADES

La participación de entidades financieras, aportando capital, para el desarrollo de actividades económicas, o en la gestión directa de intereses ajenos, puede dar lugar, cuando comporte una contraprestación sobre las ganancias adquiridas, no tanto a un contrato de fiducia de confianza, ni tampoco a un contrato de comisión, sino, por el contrario, a cuentas en participación<sup>44</sup>. Éstas, por otra parte, reflejan la existencia de sociedades internas de hecho. Así, de un lado, la asunción de las instrucciones del cliente puede convertir a la entidad financiera en socio gestor; por otra, la financiación de proyectos empresariales puede situar a la entidad en la posición de socio capitalista. De ahí

---

medios. Por otra parte, el artículo 31, apartado primero, de la Directiva atribuye al fideicomisario de un fideicomiso sujeto a la legislación de un Estado miembro la obtención y mantenimiento de la información suficiente, exacta y actualizada sobre la titularidad real en relación con el fideicomiso, así como sobre la identidad de los sujetos anteriores.

<sup>42</sup> Establece la inadmisibilidad del *trust* en el Derecho español la sentencia de 30 abril de 2008 (núm. 338/2008). Entre los países parte del Convenio se encuentran, además de los ubicados en la órbita del *Common Law*, como el Reino Unido, Australia o Canadá (Estados Unidos de América es solo firmante del Convenio), otros del ámbito continental europeo como Italia, Países Bajos, Suiza, Malta o Luxemburgo (Francia solo ha firmado el Convenio sin ser parte). Buena parte de estos Estados son territorios de acogida de las entidades de propósito especial de carácter financiero debido a su favorable tratamiento fiscal.

<sup>43</sup> Consideraciones apuntadas por GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, cit., pp. 96 ss.

<sup>44</sup> Sobre la naturaleza societaria de esta figura, pese al carácter controvertido de tal calificación, y su carácter de sociedad interna, GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades, t. I, (Teoría general, Sociedades colectivas y comanditarias)*, ed. Artes Gráficas Benzal, Madrid, 1976, pp. 77-79. Más recientemente, MARTÍNEZ BALMASEDA, A., *Las cuentas en participación y su vertiente interna*, ed. Comares, Granada, 2011.

la conveniencia de discriminar todas aquellas relaciones de las que resulten contratos de fiducia, de comisión o de préstamo, de aquellas otras que integran el amplio marco del sistema jurídico de las sociedades<sup>45</sup>.

Sin perjuicio de aquellas otras alternativas, como relaciones fiduciarias, bien como patrimonio de afectación, que pueden desembocar incluso en estructuras fundacionales –tal es el caso de la *Stichting* holandesa–<sup>46</sup>, es frecuente que estas entidades se articulen a través de estructuras societarias, adaptadas a la tradición de cada uno de los países y a la finalidad que pretenden servir (entre ellas, *limited liability corporations* –*LLCs*–, *corporations*, *limited liability companies*, o *limited liability partnerships*). Por esta vía las entidades logran gozar de la particular personalidad jurídica atribuida a las sociedades y con ello de la separación patrimonial requerida ante eventuales situaciones de insolvencia patrimonial. Cabe añadir, junto a ello, que en determinados casos, los inversores pueden disponer de la atribución directa de los beneficios a efectos de evitar una doble imposición, también desde la perspectiva de la imputación de las ganancias fiscales (la conocida como *pass-through taxation* o *one-tier taxation*). En el fondo se advierte la necesidad de los operadores económicos de encontrar expedientes jurídicos, no solo hábiles para atender a sus necesidades, sino desde un punto de vista institucional, suficientemente anclados en la realidad social y con un sólido reconocimiento legal en la jurisdicción en la que vaya a radicarse la entidad<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> En este sentido, puede ser buena muestra de la diversidad tipológica en esta materia la común referencia, en el régimen contenido en los artículos 138 a 163 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), a las «empresas de servicios de inversión», entendidas como aquellas cuya actividad principal consiste en prestar a terceros servicios de inversión, con carácter profesional, sobre los instrumentos financieros. Éstas, a su vez, se desgajan en «sociedades de valores», a las que se autoriza la actuación por cuenta propia y la realización de todos los servicios de inversión y otros servicios auxiliares, y en «agencias de valores», que solo pueden operar por cuenta de otro, con representación o sin ella. En este marco, se ubican, además, en relación con la prestación de otros servicios auxiliares, las llamadas «sociedades gestoras de carteras», encargadas de la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión de acuerdo con los mandatos conferidos por los clientes; y las «empresas de asesoramiento financiero», dedicadas al asesoramiento en materia de inversión y a la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente respecto de una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. Todo ello obliga a la configuración de un marco legal de conducta en estas relaciones, que afecta, entre otros aspectos, tanto a la clasificación de clientes, con distinción entre profesionales (institucionales), minoristas y «contrapartes elegibles» (empresas financieras), como a las exigencias de diligencia y transparencia, en especial en los casos que den lugar a conflictos de interés, a la actuación en interés de los clientes, según el principio de la «mejor ejecución», y a la evitación del abuso de mercado mediante la utilización de información privilegiada (arts. 202 a 232 TRLMV).

<sup>46</sup> Sobre la caracterización de la *Stichting* holandesa y la comparativa de su régimen con su homóloga *Stiftung* alemana, puede verse, SCHUMACHER, C., *Die Konzernverbundene Stiftung: Eine rechtvergleichende Untersuchung des niederländischen und deutschen Rechts*, ed. Waxman, Münster, 1999, p. 19 ss.

<sup>47</sup> Sobre relaciones circulares en el *trust* de protección de activos, donde el patrimonio afectado luego es aportado a una *Limited partnership*, quedando los *trustees* como socios y cuya gestión se asigna a una

### 3.2 Breve referencia a los compartimentos de propósito especial en las instituciones de inversión colectiva

La constitución de patrimonios destinados a una determinada transacción es admitida por ordenamientos de corte latino como el italiano (*patrimoni destinati ad uno specifico affare* en la *società per azioni* o también desde la perspectiva tradicional de la *societas unium negotii* romana)<sup>48</sup>. Por otra parte, no se puede tampoco soslayar la presencia en nuestro sistema de expedientes técnicos que permiten la separación de los patrimonios afectados a una particular inversión<sup>49</sup>. En tal sentido, la regulación incluye los fondos de pensiones y las instituciones de inversión colectiva, sin perjuicio de la participación de entidades de capital-riesgo en proyectos específicos, como sujetos de obligada inscripción en el Registro mercantil (*vid.* art. 16.1.4.º del Código de comercio)<sup>50</sup>. Sobre esta base, se percibe la presencia en el mercado de estructuras colectivas, que pueden o no adoptar la forma de sociedad, y que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos (*vid.* art. 11 de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva)<sup>51</sup>.

Al hilo de lo anterior, las sociedades de inversión, que han de adoptar la forma de sociedad anónima, pueden constituir «compartimentos», cada uno de los cuales responda de los gastos y obligaciones que le sean específicamente atribuidos y, en los casos en los que no le sean atribuidos específicamente, en

---

*Limited liability Company* radicada en el Estado de Delaware o en un territorio *off-shore*, al mismo tiempo controlada por el *settlor*, DE ARESPOCHAGA, J., *El trust, la fiducia y figuras afines*, cit., p. 99. Ahora bien conviene precisar si con ello se evita la discrecionalidad que en estos *Asset Protection Trust* se exige para los *trustees* y la conformación de un patrimonio separado mediante la interposición de formas societarias que limitan la responsabilidad de los partícipes (cfr., art. 236.5 de la Ley de Sociedades de capital).

<sup>48</sup> Art. 2447 bis y siguientes del *Codice civile*. Sobre su introducción en el Derecho italiano por el D. Lgs. n. 6 de 17 de enero de 2003, BARTALENA, A., «I patrimoni destinati: due posizioni a confronto. I patrimoni destinati ad uno specifico affare», *Rivista di diritto commerciale*, núm. 1, 2003, pp. 83-106; FAUCEGLIA, G., «I patrimoni destinati ad uno specifico affari», *Fallimento*, 2003, pp. 809-815; e INZITARI, B., «I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)», *Contratto e Impresa*, núm. 19 (1), 2003, pp. 164-180.

<sup>49</sup> En el caso de Luxemburgo, BASLER-GRETIC, P., *et al.*, «Gesellschaftsrecht», cit., p. 194, hacen referencia a la «Soparfi» como «sociedad de participaciones financieras» regulada en una ley especial de 22 de marzo de 2004, que puede acogerse a cualquiera de las formas societarias mercantiles tradicionales, si bien puede alternativamente adoptar la forma de fondo de inversión o fondo fiduciario.

<sup>50</sup> Esta regulación se ha de completar con los artículos 259 a 263 del Reglamento del Registro Mercantil, en relación con la designación de los miembros de la Comisión de Control de Gestión y Auditoría y de una entidad gestora o de un depositario de las sociedades de inversión mobiliaria e inmobiliaria; los artículos 277 a 284 para los fondos de inversión; y los artículos 285 a 294 para los fondos de pensiones.

<sup>51</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba su Reglamento de desarrollo.

la parte proporcional que establezcan los estatutos sociales. En la línea prevista para la delimitación de la inversión también se autoriza la emisión de acciones o series de acciones que representen la parte del capital social atribuida al compartimento específico (vid. art. 9 LIIC). Con ello se viene a significar también, al menos para estas modalidades sociales de inversión colectiva, la posibilidad que concede nuestro sistema de estructurar patrimonios separados ligados a un determinado proyecto de inversión. Incluso esta opción se predica de los fondos de inversión colectiva, aun cuando carezcan de personalidad jurídica, lo cual obliga a la designación de un depositario y a la participación de una sociedad gestora (vid. art. 3 LIIC)<sup>52</sup>.

Para concluir, y en la línea hasta ahora seguida, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva también establece una diferencia entre aquellos fondos y sociedades de carácter financiero y no financiero. Para ello toma como referente que tengan por objeto la inversión en activos o instrumentos financieros, estableciendo unos requisitos de inversión inicial y denominación a efectos de su identificación en el mercado<sup>53</sup>. En el caso de constituirse en las forma de sociedades, como se ha dicho, habrán de ser sociedades anónimas, caracterizadas por un capital variable, con admisión de la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones sin necesidad de acuerdo de la junta general y con un capital mínimo exigible tanto para la sociedad como para cada uno de sus compartimentos (vid. art. 80 del Real Decreto 1082/2012). También se incardinan en este ámbito las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (FIL o SIL), que adaptan a nuestro sistema jurídico la figura de los *hedge funds*, desti-

---

<sup>52</sup> Igualmente, en el marco de los fondos de titulización, el artículo 15 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, autoriza la creación de compartimentos, al paso que el artículo 25 exige que su sociedad gestora adopte la forma de sociedad anónima, que sea constituida por el procedimiento de fundación simultánea y que tenga una duración indefinida y por exclusivo objeto social la constitución, administración y representación legal de fondos de titulización y de fondos de activos bancarios. Distinto de lo anterior es la autorización, por el artículo 5 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas, para la creación de secciones dentro de las cooperativas, pues en este caso, pese a poder dedicarse a actividades económico-sociales específicas con autonomía de gestión y tener patrimonio separado y cuentas de explotación diferenciadas, de sus obligaciones también responde la cooperativa con todo su patrimonio.

<sup>53</sup> Sobre su actividad se ha de tener en cuenta la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que regula las operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. En este sentido, la Orden EHA/888/2008, amplía su ámbito de actuación respecto de los instrumentos derivados, en particular en lo que atañe a los activos subyacentes admitidos, y respecto de productos no negociados en mercados organizados y en otros instrumentos financieros, con motivo de la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007.

nados a atraer la inversión de clientes profesionales o de inversores a partir de una cuantía relevante de inversión (*vid.* art. 73 del Real Decreto 1082/2012)<sup>54</sup>.

En contraposición a los anteriores, entre las instituciones de inversión colectiva, fondos o sociedades, que no tienen carácter financiero destacan las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria (*vid.* art. 35 LIIC). Su actividad, aunque gestora, generalmente ha quedado excluida del tráfico mercantil en consideración a su objeto. No obstante, la forma de la sociedad anónima y la realización de actividades de promoción inmobiliaria, así como la colectivización de intereses, las aproximan a este particular ámbito del Derecho en sentido amplio, a mayor razón cuando una parte de sus activos se puede destinar a valores negociados en mercados secundarios. Dentro de ellas adquieren una particular singularidad las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)<sup>55</sup>.

Todo el desarrollo anterior se ha de enlazar con la presencia en el mercado de entidades de propósito especial que adquieren el carácter de entidades «multicomprador», en las que el sponsor se separa radicalmente de la entidad, cuyo patrimonio es conformado directamente, y no a través de obligaciones, por las aportaciones de los diferentes inversores. De nuevo, estas entidades, por su específico tratamiento fiscal, despiertan fundamentadas suspicacias respecto su utilización para encubrir vehículos de inversión individual, en particular en las Sociedades de Inversión de Capital Variable, al igual que ocurriera con anterioridad a la admisión de las sociedades unipersonales con las sociedades de capital y la presencia de meros socios de complacencia (cfr., arts. 5.4 y 9.4. LIIC, que fija el número mínimo de accionistas o partícipes en cien).

### 3.3 Captación de la figura por el Derecho español

En este camino hacia el reconocimiento expreso de la figura en nuestro Derecho, el artículo 25 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que regula diferentes aspectos de la actuación de los

---

<sup>54</sup> La Circular 1/2009 de 4 de febrero de la CNMV, aclarada por la posterior de Circular 3/2011, de 9 de junio, establece la clasificación de las Instituciones de Inversión Colectiva en quince categorías en función de su vocación inversora: Monetario a corto plazo, Monetario, Renta Fija Euro, Renta Fija Internacional, Renta Fija Mixta Euro, Renta Fija Mixta Internacional, Renta Variable Mixta Euro, Renta Variable Mixta Internacional, Renta Variable Euro, Renta Variable Internacional, IIC de Gestión Pasiva, Garantizado de Rendimiento Fijo, Garantizado de Rendimiento Parcial, De Garantía Parcial, Retorno Absoluto, y Global.

<sup>55</sup> Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.



operadores económicos en el mercado, reconoce la posibilidad de la constitución, administración y representación legal de lo que denomina «fondos y vehículos de propósito especial». Al tratar de las sociedades gestoras de fondos de titulización, la Ley de fomento de la financiación empresarial, en la delimitación de su objeto social, junto a los fondos de titulización y los fondos de activos bancarios, incorpora la intermediación de estas entidades financieras de propósito especial como una figura funcionalmente análoga en el plano internacional, de modo que atribuye a tales sociedades gestoras su constitución, administración y representación legal. Con ello, la posición de las sociedades gestoras queda equiparada, en este ámbito, a la que ocupa el sponsor.

Pero este reconocimiento legal no es exclusivo de las entidades gestoras. En la evolución del reconocimiento expreso de esta figura tiene un lugar privilegiado, seguramente por el mercado que afecta a su actividad, el tratamiento dado desde el sector de las entidades aseguradoras. La Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, ha expresamente incorporado en su artículo 6, apartado décimo, una definición de «entidad con cometido especial»<sup>56</sup>. Según dispone su texto, se trata de una «entidad, dotada o no de personalidad jurídica, distinta de una entidad aseguradora o reaseguradora existente, que asuma riesgos de entidades aseguradoras o reaseguradoras y financie plenamente su exposición a dichos riesgos a través de una emisión de deuda o de algún otro mecanismo de financiación en que los derechos de reembolso de los proveedores de dicha deuda u otro mecanismo de financiación estén subordinados a las obligaciones de reaseguro de dicha entidad»<sup>57</sup>.

Con tal delimitación da un primer concepto, extensible a otros ámbitos de nuestro sistema jurídico, de esta figura, que sobrepasa los confines típicos hasta ahora existentes en nuestros esquemas de organización, tanto de sociedades, como de patrimonios. Sin embargo, no se aprecia igual interés por la figura dentro del marco de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión

---

<sup>56</sup> Sobre la creación de entidades de propósito especial por las entidades de crédito, dentro del marco de la llamada «banca en la sombra» (*shadow banking*), MARIMÓN DURA, R., «Delimitación y perspectivas de regulación del sector bancario en la sombra», AA. VV., *La regulación del Shadow Banking en el contexto de la reforma del mercado financiero* (dir. R. Marimón Durá), ed. Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, pp. 23-55, pp. 37-8.

<sup>57</sup> La remisión se completa con la Disposición adicional sexta, referida a la solicitud de autorización administrativa para el ejercicio de sus actividades por las entidades con cometido especial domiciliadas en España, respecto de la cual establece un régimen de silencio negativo; y con el apartado segundo la Disposición adicional decimosexta, que ordena el criterio de fijación del *dies a quo* para que las entidades aseguradoras y reaseguradoras puedan solicitar a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones la preceptiva autorización para su creación.

y solvencia de entidades de crédito. Con todo, sea como entidad de propósito o de cometido especial, tal y como recoge la regulación de las entidades aseguradoras, las soluciones para las aquí llamadas «entidades financieras de propósito especial» serían fácilmente trasladables a los esquemas normativos de las entidades de crédito<sup>58</sup>.

### 3.4 Particular caracterización de las entidades de propósito especial creadas por el sector público

Al igual que sucediera antaño con la autorización de corporaciones públicas para el ejercicio de actividades mercantiles<sup>59</sup>, o con la necesidad de los Estados de obtener financiación en circunstancias de especial necesidad de recursos, el moderno fenómeno de las entidades de propósito especial ha venido cobrando fuerza como mecanismo para soslayar las tradicionales restricciones normativas para la emisión de deuda pública<sup>60</sup>. La creación de no solo entida-

---

<sup>58</sup> Conviene distinguir esta figura de la entidad aseguradora y reaseguradora «cautiva», definida en los apartados segundo y cuarto del artículo 6 de la Ley 20/2015 como aquella que sea «propiedad de una entidad no financiera, o de una entidad financiera que no sea una entidad aseguradora o reaseguradora o forme parte de un grupo de entidades aseguradoras o reaseguradoras, y que tiene por objeto ofrecer cobertura de seguro exclusivamente para los riesgos de la entidad o entidades a las que pertenece o de una o varias entidades del grupo del que forma parte». En ellas, la delimitación del objeto tiene lugar por expresa previsión legal, así como las exigencias de solvencia, si bien otros elementos como la elaboración de programas específicos de actividades o la designación de personas de reconocida cualificación u honorabilidad para su gestión las aproximan a las notas identificativas de las entidades de propósito especial, en concreto, en la designación de administradores «independientes». Sobre su caracterización puede verse HIERRO ANIBARRO, S./CASTILLO PLAZA, C. A., *La sociedad cautiva de reaseguro*, ed. Fundación Mapfre, Instituto de Ciencias del Seguro, Madrid, 2011, p. 85 ss.

<sup>59</sup> Al respecto, puede verse, COASE, R. H., «The Nature of the Firm», *Economica*, núm. 4, 1937, pp. 386-405, y en *La empresa, el mercado y la ley*, versión española de Guillermo Concome, revisión técnica de Carlos Newland y Silvia Tedesco, Ed. Alianza Economía, Madrid, 1994.

<sup>60</sup> En el Derecho anglosajón, NEHEMKIS, JR., P. R., «The Public Authority: Some Legal and Practical Aspects», *Yale Journal of Law*, núm. 47, 1937, p. 14 ss., p. 14, y SHESTACK, J., «The Public Authority», *University of Pennsylvania Law Review*, núm. 105, 1957, p. 533 ss., p. 556, atribuyen el origen de esta figura a la autoridad portuaria de Londres, luego importada a los Estados Unidos a finales del siglo diecinueve. Sin embargo, en el Derecho continental ya se reconoce un antecedente en el siglo XII en la ciudad de Génova, cuando la ciudad-estado fundó la *Compera di Capítolo* para financiar la guerra frente a los almorávides en 1152, en la que los *comperisti* recibían un título (*locus*) transmisible con un valor nominal que les reconocía un derecho a la devolución, junto con unos intereses ordinarios establecidos a una tasa fija. Para el pago de los bonos la *Compera* recibía parte de los ingresos públicos provenientes de varios impuestos indirectos, y tenía designado un funcionario encargado de atender tales pagos con los ingresos recibidos. Con *Compera di Capítolo* apareció un primer antecedente de las entidades de propósito especial con sponsor público, según reflejan PEZZOLO, L., «Italian Monti: The Origins of Bonds and Government Debt», *Yale University Working Paper*, International Center for Finance at the Yale School of Management, 2006, p. 1-10, p. 1; y GIOFFRÈ, D., *Il debito pubblico genovese. Inventario delle Compere anteriori a San Giorgio o non consolidate nel banco (Sec. XIV - XIX)*, ed. Giuffrè, Milán, 1967, pp. 12-3.

des de carácter financiero, sino también de carácter empresarial, e incluso de agencias gubernamentales con realización de actividades en el mercado, dentro de los parámetros de interés general que legitiman la intervención de los poderes públicos en la economía, da carta de naturaleza a esta posibilidad<sup>61</sup>.

El recurso a las entidades de propósito especial desde el sector público tiene por objeto la ejecución de programas de carácter estatal. A través de estos «conductos» (*conduits*), las entidades emiten los instrumentos financieros a modo de bonos o instrumentos mixtos de financiación que dan derecho a reembolso, contra los beneficios obtenidos por el proyecto. De este modo, la interposición de la entidad de propósito especial permite externalizar la deuda pública, lo cual *de facto*, en determinados casos, concede una mayor tasa de rentabilidad asociada al riesgo asumido. Todo ello, para hacer más atractiva la inversión, resulta generalmente compensado con la exención impositiva por la rentabilidad generada. Por último, con los recursos obtenidos por estas emisiones, la entidad de propósito especial financia, totalmente o en parte, el proyecto para el cual se constituye.

De este modo, mediante la creación de empresas públicas, o incluso mixtas, o a través de cualquier otra entidad de propósito especial se da cabida a la colaboración privada o entre administraciones para la realización de determinadas actividades económicas<sup>62</sup>. También, en el marco del denominado proceso de privatización del sector público económico, la adopción de estas figuras ha permitido, por otra parte, la obtención de financiación por el sector público, como consecuencia de la transmisión de activos a estas entidades. Al mismo tiempo, el riesgo inherente al ejercicio de la explotación económica ha sido traspasado a los inversores privados que, por esta vía, asumen el desarrollo de la actividad económica.

Pero en el otro lado de la balanza tampoco cabe desdeñar que la utilización de estas figuras en ocasiones ha servido para eludir ciertos controles públicos, en particular en la contratación de personal, y privados, como los derivados de la calificación de la deuda pública por las denominadas agencias de calificación crediticia. La exclusión de las entidades de propósito especial del parámetro consolidable así lo ha autorizado en épocas pretéritas. A ello se une, además, la falta de aplicación de la regulación administrativa a aquellas perso-

---

<sup>61</sup> Así, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities in Public Finance», *Minnesota Law Review*, vol. 97, 2012, pp. 369-406.

<sup>62</sup> Incluso en el ámbito privado la intervención puede tener lugar mediante sociedades de capital público y mediante las llamadas «sociedades mixtas» de colaboración público-privada. Por todos, SOSA WAGNER, F., «La gestión de servicios públicos mediante una sociedad de capital íntegramente público y mediante una sociedad mixta», *Cuadernos de derecho local*, núm. 7, 2005, pp. 79-95.

nas destinadas para gestionar los fondos de la entidad, con lo que la flexibilidad que caracteriza a la actuación mercantil, –buena muestra de ello es la codificación en nuestro Derecho de sociedades de la protección de la discrecionalidad empresarial–, confronta, en muchos casos, con los rígidos procesos administrativos, también para la toma de decisiones, y con el control público sobre la gestión llevada a cabo a través de la interposición de estas entidades<sup>63</sup>.

Pero, por otra parte, la realidad demuestra que no existe una separación rotunda entre las entidades o sociedades de propósito especial y la administración pública que las patrocina. Y esto es así por cuanto el interés general que con ella se pretende cubrir supone que la situación de insolvencia de la entidad tenga un efecto pernicioso, desde punto de vista de la gestión de asuntos públicos, en la Administración que promueve el desarrollo de actividades económicas a través de este mecanismo. Ello lleva, en numerosas ocasiones, a que la insolvencia de la entidad de propósito especial sea finalmente asumida por la Administración vía su «publicitación», ante las limitaciones que el Derecho de la competencia ofrece en la prestación de «ayudas públicas», o que dé lugar otro tipo de integración entre empresas de titularidad pública<sup>64</sup>. Ciertamente tales prácticas pueden tener un efecto perverso en la utilización de estas entidades y en la llevanza económica de los asuntos públicos, lo cual no hace sino acrecentar la necesidad de medidas tuitivas o de control: primero, para la adecuada transparencia tanto de los riesgos como de la gestión; y segundo, para el pertinente control público de las actividades desarrolladas a través de esta tipología de entidades<sup>65</sup>.

#### 4. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

##### 4.1 Financiación de proyectos: «vehículos de inversión empresarial»

Desde la perspectiva del sector público-financiero, las «entidades vehiculares de inversión para propósitos especiales» tienen por finalidad la financiación de proyectos de gran magnitud, entre los que se encuentran las plantas industriales o las obras civiles que requieran una ingente inversión<sup>66</sup>. Esta fi-

---

<sup>63</sup> Por ello, a favor de la aplicación de las estructuras de gobierno corporativo a estas entidades, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., p. 389.

<sup>64</sup> Fenómeno apuntado por SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., p. 386.

<sup>65</sup> SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., p. 378.

<sup>66</sup> Véase, al respecto, el contrato para grandes proyectos (*Model Turnkey Contract for Major Projects* –publicación n.º 659E, 2007–) de la Cámara Internacional de Comercio. También el Banco Mundial

nanciación tiende a ser complementaria de la obtenida del mercado financiero. Todo este conjunto se ha enmarcar dentro de la llamada «financiación de proyectos» (*Project Finance*) mediante la cual diferentes instituciones, en su caso, junto con la colaboración de la inversión privada, contribuyen a aportar los recursos económicos necesarios para acometer la obra proyectada<sup>67</sup>.

La utilización de esta figura es frecuente para la construcción de infraestructuras, de grandes instalaciones industriales o de proyectos de innovación tecnológica<sup>68</sup>. Las entidades de propósito especial, sea cual sea la forma, contractual o societaria, que adopten, entroncan, en este ámbito, con la figura del capital-riesgo como forma de financiación de estos proyectos de carácter tecnológico en una primera fase de su desarrollo. Por esta vía tanto el creador tecnológico, como los inversores financieros (*business angels*) acotan su responsabilidad, al paso que fijan su participación en el proyecto mediante el asesoramiento necesario para su desarrollo y los mecanismos externos de financiación (*leverage*)<sup>69</sup>.

En este punto se ha de mencionar, tras la crisis, el renovado interés legislativo por la utilidad de las entidades de capital-riesgo en la financiación de pro-

ha desarrollado determinados contratos-tipo para la promoción de esta actividad en el ámbito internacional. Puede verse, entre otros, el «Documento de oferta estándar para la obtención de suministro e instalación de instalación productiva y equipos» (*Standard Bidding Document Procurement of Supply and Installation of Plant and Equipment*) de 1997 revisado en 2003. Junto al anterior, El Banco Mundial a través de los Documentos estandarizados de oferta (*Standard Bidding Documents* –«SBD»–) facilitados a las entidades financieras, establece modelos para la financiación de proyectos específicos. Entre ellos, el modelo para la contratación de trabajos de construcción e ingeniería (*Procurement of Works* –«SBDW»–) de 1995; o para los trabajos más reducidos (*Procurement of Works – Smaller Contracts*) revisado en 2003.

<sup>67</sup> Sobre esta figura en el marco de la «financiación de proyectos», HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 71, contempla, entre las partes que pueden quedar involucradas en el proyecto: el sponsor o «desarrollador» (*Project sponsor or developer*); la compañía de proyecto, como *special purpose Company*; la entidad financiadora, que puede coincidir con el sponsor, junto con otras entidades financiadoras de carácter comercial; los obligacionistas; las agencias colocadoras; las entidades de calificación crediticia; los suministradores, los contratistas, los operadores y los clientes; otros asesores del proyecto; las entidades aseguradoras; y las instituciones del lugar donde se ejecuta el proyecto. Asimismo, define a la compañía de proyecto (*Project company*) como la entidad de propósito especial que será la titular, desarrollará, construirá, operará y mantendrá el proyecto. Entre nosotros, VAÑÓ VAÑÓ, M. J., *El contrato de «project finance»*, cit., p. 147 ss.

<sup>68</sup> Sobre el diferente riesgo que se presenta en aquellos sectores de tecnologías avanzadas o experimentales respecto de las tecnologías de base, en las que la obsolescencia generalmente será más limitada, SALEM, M./SANSON-HERMITTE, M. A., *Les contrats clé en main et les contrats produit en main: technologie et vente de développement*, ed. Librairies Techniques, Paris, 1979, p. 45; KARIM, V., *Les contrats de réalisation d'ensembles industriels et le transfert de technologie*, Montreal, 1987, p. 109; y JEHL, J., *Le commerce international de la technologie. Approche juridique*, París, 1985, p. 442 ss. Un modelo contractual de transferencia de tecnología puede verse en el «ICC Model International Transfer of Technology Contract» (*ICC, International Chamber of Commerce, The world business organization*).

<sup>69</sup> Sobre las necesidades de financiación y la posibilidad de endeudamiento (*leverage*) de la SPE, así como los requerimientos de aportaciones de financiación adicionales para llevar a cabo la ejecución del proyecto, también, en su caso, mediante la entrada de nuevos inversores, HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 85.

yectos empresariales. Manifestación de ello es la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. En particular, es de destacar, en este punto, el tratamiento y desarrollo normativo concedido a la «entidad de capital-riesgo-pyme» y a la posibilidad de destinar una parte relevante de su patrimonio en participaciones de pymes, en la que además, el inversor puede participar en su gestión o bien intervenir mediante labores de asesoramiento<sup>70</sup>.

Además del ámbito de la investigación y del desarrollo y de la tecnología, la utilización de estas entidades se advierte en diferentes facetas la programación y ejecución de desarrollo urbano. Así queda plasmado en el Reglamento (UE) número 651/2014, de la Comisión, de 17 de junio de 2014, en el ámbito de la compatibilidad de determinadas categorías de ayudas públicas con el mercado interior, en aplicación de los artículos 107 y 108 del Tratado, con referencia a los «Proyectos de Desarrollo Urbano» (PDU). Estos proyectos pueden carecer de una tasa interna de rentabilidad que sea suficiente para atraer financiación atendiendo a criterios puramente comerciales, por lo que requieran un suplemento de inversión pública que sirva para insuflar la financiación necesaria para la ejecución de las intervenciones previstas; y todo ello con un enfoque integrado de desarrollo urbano sostenible. De ahí la autorización para la concesión de ayudas públicas que permita complementar la baja rentabilidad del proyecto. A tal fin, el Reglamento (UE) número 651/2014 autoriza que esta actividad sea desarrollada tanto como un «compartimento», esto es, como un «bloque financiero independiente en el seno de las estructuras jurídicas del inversor privado beneficiario» o «como entidad jurídica independiente, por ejemplo una entidad con cometido especial».

A través del recurso a técnicas diversas de financiación y de participación de varios inversores en el proyecto se reúnen las condiciones técnicas y financieras suficientes para su ejecución. En tal sentido, cuando participen diferentes operadores, además de como inversores, como contratistas, en el contrato de financiación del proyecto deberá quedar suficientemente definida la responsabilidad de cada uno de ellos. Todo ello a fin de ordenar su ámbito de actua-

---

<sup>70</sup> Al respecto ha de tenerse en cuenta, igualmente, el Reglamento (UE) núm. 345/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos. Véase también el artículo 27 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, que introduce nuevos incentivos fiscales para inversiones en empresas de nueva o reciente creación y por inversión de beneficios, mediante la modificación del artículo 38 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

ción en cada fase del proyecto y para la correcta ejecución de la obra o de la instalación. En otros casos, sin embargo, quedan diferenciadas las distintas posiciones jurídicas entre inversores financieros y el contratista encargado de la ejecución del proyecto para la entidad.

La utilización de formas societarias para la articulación de estos cometidos específicos añade ciertas alternativas que facilitan la inversión por parte de terceros. La existencia de un capital, cuyos títulos en principio van a ser libremente transmisibles, abre la puerta a la financiación de las adquisiciones en las conocidas como «compras apalancadas», en cuya problemática, por su extensión no podemos ahora entrar<sup>71</sup>. Solo cabe apuntar que, como es fácilmente reconocible, tras la ejecución del proyecto, su puesta en marcha generalmente dará lugar a unos rendimientos económicos con los cuales los participantes esperan obtener un retorno de la inversión y una rentabilidad. Esto puede dar lugar, igualmente, a negocios sobre la sociedad a través de sus acciones y a compras apalancadas para cuyo pago se consideren los flujos de caja que la actividad puede reportar<sup>72</sup>.

Por último, estas entidades de propósito especial de inversión empresarial son utilizadas, asimismo, en la práctica de la promoción inmobiliaria. Generalmente identificadas, en este concreto ámbito, como «compañías vehiculares para un propósito específico» («*Special Purpose Vehicle Company*») o simplemente como «*Special Purpose Vehicle*» o «*Special Purpose Entity*» (SPV o SPE), la creación de estas entidades tiene por fin la ejecución, e incluso la financiación, de una determinada instalación o una obra industrial o civil. De este modo, la sociedad que tenga por objeto su explotación o puesta en funcionamiento resulta formalmente separada, por su patrimonio y personalidad jurídica, de la sociedad matriz o entidad sponsor<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Un tratamiento más detallado de la cuestión puede verse GIMENO RIBES, M., *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades. Contribución al estudio de la fusión apalancada*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2015, p. 25 ss., con referencia a la *NewCo*. Con remisión a la específica utilización de entidades de propósito especial para acometer la adquisición, en su caso mediante la operación estructural de la fusión, de otra sociedad, MANZANARES SECADES, A., «La fusión posterior a una adquisición apalancada (fusión apalancada) y el artículo 35 LME», *Cuadernos de derecho para ingenieros* (coords. M. A. Agúndez/J. Martínez-Simancas Sánchez), vol. 26, (Modificaciones estructurales de las sociedades de capital), ed. La Ley e Iberdrola, Madrid, 2014, pp. 41-58, p. 43 ss.

<sup>72</sup> En este sentido, en el *Common Law* es generalmente admitida la forma de la sociedad de responsabilidad limitada garantizada (*Company Limited by Guarantee* –LBG–), sin aportaciones al capital de los socios, que quedan sin embargo comprometidos a cubrir hasta una determinada cantidad en el caso de insolvencia de la sociedad (*vid. art. 5 de la Companies Act* inglesa de 2006). En el particular caso de la Isla de Mann, en la sociedad híbrida (*Hybrid Company*) concurren accionistas con socios garantes, con lo cual la garantía del capital es completada con los compromisos patrimoniales asumidos por los socios garantes (*Companies Limited by Guarantee and having a Share Capital*).

<sup>73</sup> HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 86, también alude a la necesidad de que la sociedad matriz no se involucre directamente en la ejecución del proyecto,

Una vez ejecutada la instalación o planta industrial y preparada para su funcionamiento, podrá ser transferida al adquirente por vía indirecta o mediata a través de la transmisión de las acciones o de las participaciones sociales de la «sociedad vehicular». La interposición de esta «sociedad vehicular» permite, al mismo tiempo, gestionar a través de ella las licencias requeridas para la actividad, con lo cual son mantenidas en la entidad no obstante la transmisión de las acciones o participaciones sociales. Con este proceder, en suma, se soslayan los problemas que pudiera acarrear la transmisión de la industria en sí, como activo, ante una eventual limitación a la cesión de las licencias en consideración a su carácter personal o intransmisible<sup>74</sup>.

#### 4.2 Entidades de propósito especial y titulización de activos: vehículos financieros

En todo caso las entidades de propósito especial, como vehículos de inversión, pueden cubrir una amplia variedad de sectores no únicamente relacionados con actividades empresariales o de ejecución de proyectos. Su cometido se puede extender, asimismo, a actividades financieras, o meramente gestoras de activos, de valores negociables, de gestión de flujos de caja, o de recepción de derechos de la propiedad industrial o intelectual. En nuestro fuero patrio destaca como antecedente de los «vehículos de titulización», hasta la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, a la que luego se hará referencia, el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulaban los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulación, como patrimonios sin personalidad jurídica. Su régimen seguía un esquema fiduciario en la relación entre las sociedades gestoras de fondos y los inversores, que, en determinados casos, tenían que ser necesariamente institucionales<sup>75</sup>.

La entidad de propósito especial encuentra, en el Derecho comparado, una referencia obligada en la regulación bancaria alemana. El artículo 1 en su apartado 26 de la *Kreditwesengesetz* (KWG)<sup>76</sup> acoge de forma expresa estas «Zweckgesellschaften». Según su dictado la *Verbriefungszweckgesellschaft*

---

a fin de mantener suficientemente separadas las responsabilidades de ambas entidades y la consideración de la SPE como una entidad autónoma desde la perspectiva de la insolvencia (*bankruptcy remote*).

<sup>74</sup> Véase la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 14 de febrero de 2000 (AC 2000, 3061) cuyo *factum* recoge la cesión de los derechos de instalación y explotación de la producción de energía de una planta eólica dentro de un grupo de sociedades.

<sup>75</sup> Y ya antes la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulación hipotecaria.

<sup>76</sup> De 9 de septiembre de 1998 (BGBl. I S. 2776).



tiene por propósito especial la emisión de instrumentos financieros o de otro tipo como mecanismo de financiación, previa adquisición de determinados activos del *Originator*, sirviendo, por lo tanto, como empresas de refinanciación de éste en el mercado financiero (*vid.* art. 1 apartado 24 KWG)<sup>77</sup>. En consecuencia, estas entidades financieras de propósito especial no entrañan especial riesgo cuando comportan únicamente la cesión de derechos de cobro, más allá de los riesgos económicos inherentes, pero sin ir acompañadas de una transferencia de derechos a terceros<sup>78</sup>.

Dentro de la diferente tipología de entidades vehiculares, más allá de aquellas utilizadas para la mera tenencia de acciones o de participaciones sociales, conocidas como sociedades *holding*, seguramente las que más difusión han tenido dentro de la actividad financiera y del llamado *shadow banking* sean aquellas relacionadas con la titulización de activos y la creación de vehículos de inversión estructurada<sup>79</sup>. Sin entrar ahora en la amplia variedad de instrumentos financieros que pueden integrarse bajo el amparo de formas societarias o institucionales de propósito especial, entre las prácticas más usuales en esta aquí denominada «vehiculización financiera» se halla la puesta en común y ordenación de flujos de caja derivados de la adquisición de activos financieros y su posterior titulización a través de acciones u otros títulos de legitimación a los posibles inversores (*pooling*)<sup>80</sup>. Estas transmisiones bien pueden comportar, incluso, la venta «en globo» de la entidad de propósito especial o de los derechos o intereses que tenga la promotora sobre ella, lo cual le dota de un particular carácter «vehicular».

Tal y como ha sido indicado, la principal razón para la utilización de estas técnicas jurídicas tiene que ver con la separación de riesgos entre el sponsor y la actividad de estas entidades, con el fin último de evitar que la insolvencia de

<sup>77</sup> Sobre la calificación de las SPEs como sociedades de refinanciación, THELEN-PISCHKE, H., «Bankenaufsichtsrecht», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 104-112, pp. 109-110.

<sup>78</sup> Para un mayor tratamiento desde la doctrina alemana, ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., p. 458 ss. En el ámbito de la refinanciación y de la reestructuración bancaria, el artículo 6 de la Ley del Fondo de Estabilización del Mercado Financiero de 17 de octubre de 2008 (*Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz* 8 (BGBl. I S. 1982)), contempla la prestación de garantías en favor de las entidades de propósito especial. Al respecto, SONNENBURG, A./WULFKEN, J., «Zweckgesellschaften als ein Instrument in der Bewältigung von Banken Krisen», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 40-49, p. 41 ss.

<sup>79</sup> Sobre la necesidad de una articulación legal de estas prácticas, por su incidencia social, SCHWARZ, S. L., «The Governance Structure of Shadow Banking: Rethinking Assumptions About Limited Liability», *Notre Dame Law Review*, núm. 90, 2014-2015, 1-30.

<sup>80</sup> Acerca de este mecanismo, DECHOW, P./MYERS, L./SHAKESPEARE, C., «Fair value accounting and gains from asset securitizations: a convenient earnings management tool with compensation side benefits», *Journal of Accounting and Economics*, núm. 49, 2010, pp. 2-25.

una irradie sus efectos sobre la otra. En principio este mecanismo concede una mayor seguridad a los inversores, que de este modo tienen un mejor conocimiento del sustrato patrimonial y del fin perseguido por la entidad, al paso que sirve para aislar aquellos activos generadores de rendimientos o aquellos créditos que den lugar a ulteriores flujos de caja.

Desde la perspectiva del legislador americano, esta práctica no resulta en modo alguno restringida *per se*. Así queda reflejado en la *Dodd-Frank Act*, para la Reforma y estabilidad del sistema financiero y la protección al consumidor de 2010, en la línea luego seguida por nuestra Ley 10/2014, 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito. Ambas normas centran, sin embargo, su atención en la transparencia y el control de los hoy –mal– denominados «productos financieros»<sup>81</sup>. Esta previsión tiene una particular incidencia en su comercialización a los clientes minoristas, a lo que hay que añadir la regulación propia del mercado de valores (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores)<sup>82</sup>.

---

<sup>81</sup> También en el ámbito de las titulaciones nacionales, la transparencia y la protección del inversor, como destaca el preámbulo de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, junto con la calidad y la simplicidad, en relación con las funciones asignadas a las agencias gestoras, constituyen los ejes sobre los que se asienta la regulación. Sobre las exigencias de transparencia y control en la regulación norteamericana, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», *cit.*, pp. 392-3.

<sup>82</sup> En el sentido amplio de valores negociables, como derechos cuyos elementos tienen idéntica naturaleza, régimen de transmisión y contenido, que conceden por lo tanto a sus titulares una posición jurídica sustancialmente común y que permiten un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero y su agrupación en emisiones, el artículo 2 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, recoge, entre otros, los siguientes instrumentos financieros: acciones de sociedades y valores negociables equivalentes; otros valores negociables que dan derecho a adquirir acciones o valores equivalentes (derechos de suscripción preferente, warrants); cuotas participativas de cajas de ahorros; bonos, obligaciones y otros valores análogos (obligaciones de sociedades); cédulas, bonos y participaciones hipotecarias y bonos de titulización; participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva; instrumentos del mercado monetario (letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés; participaciones preferentes; cédulas territoriales (renta fija sobre préstamos de administraciones públicas); cédulas y bonos de internacionalización; y contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados.

En el ámbito internacional, sin embargo, es frecuente la referencia a *mortgage-backed securities* (MBS) y otros *asset-backed securities* (ABS), como *collateralised mortgage obligations* (CMOs), *asset-backed commercial paper conduits* (ABCP), *structured investment vehicles* (SIVs), *collateralised debt obligations* (CDOs), *credit linked notes* (CLNs) y otros instrumentos híbridos, como los *trust preferred securities* (TRUPS). Dentro de los *asset-backed securities* (ABS), pueden encontrarse créditos y derechos, *collateralised loan obligations* (CLOs), como los derivados de relaciones de tarjetas de crédito, arrendamiento de vehículos o préstamos para estudios. Una aproximación a la distinta tipología de instrumentos financieros se halla contenida en el «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Report on Special Purpose Entities*, *cit.*), p. 47 ss.

Además, conviene traer aquí la práctica de la creación de estructuras financieras y la cobertura mediante pólizas de seguros del riesgo de acontecimientos que ocasionen determinadas pérdidas sobre estos activos. Éstos, a su vez, pueden dar lugar a situaciones de conflictos de interés, en particular cuando estas *liability securitisations* aseguren posiciones contrarias a la emisión de activos financieros por entidades vinculadas o especialmente relacionadas. Al respecto, es bien conocida la controversia generada en el mercado financiero por el recurso de determinadas entidades a las permutas por créditos incobrables cuyo acreedor sea una entidad de propósito especial en el que aquéllas tuvieran cualquier tipo de interés (*credit default swaps*)<sup>83</sup>.

Junto a la estructuración de activos financieros, no se puede soslayar que otro aspecto relevante de la titulación guarda estrecha relación con la compartimentación de activos financieros, bien en compartimentos autónomos, bien a través de diferentes estratos de responsabilidad separada (*tranching*)<sup>84</sup>. Algunos de los activos agrupados son emitidos al mercado a través del expediente de la titulación a fin de obtener financiación externa, al tiempo que el flujo de caja generado sirve para, en su caso, atender al cumplimiento de las obligaciones asumidas o, alternativamente, para acometer nuevas inversiones financieras, por lo general, mediante la asunción de nuevos activos incorporados por el sponsor. Con ello se crea un flujo continuo de transmisión de activos financieros, de diferente condición y calificación crediticia, en una suerte de crédito giratorio que da lugar a una particular cuenta corriente comercial (*revolving credit*)<sup>85</sup>.

Dejando a un lado las cuestiones referidas a las fuentes de financiación piramidal en el conocido como «esquema Ponzi» (vid. art. 24 de la Ley de

---

<sup>83</sup> Sobre el uso de estos instrumentos, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2. The Regulatory Gaps in International Accounting Standards Concerning the Consolidation of Special Purpose Entities», *International Company and Commercial Law Review*, 2006, pp. 369-380, pp. 376-7; y BOSS, J., *Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungszweckgesellschaften im Lichte der Finanzkrise*, ed. Peter Lang GmbH, Frankfurt an Main, 2012, pp. 259 ss. Con todo, con carácter general, la posibilidad de neutralizar las diferencias de tipos de interés entre los activos agrupados y los pasivos emitidos o transformar las características financieras de todos o algunos de dichos pasivos, contratar por cuenta del fondo permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras operaciones financieras similares, es expresamente autorizada por el apartado cuarto del artículo 18 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

<sup>84</sup> GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., pp. 13-14.

<sup>85</sup> Un ejemplo puede encontrarse en el análisis de la IASB (*International Accounting Standards Board* –IASB–) de la NIIF 10 sobre cuentas anuales consolidadas y de la NIIF 12 sobre la información de intereses en otras entidades (*Effect analysis on IFRS 10 Consolidated Financial Statements and IFRS 12 Disclosure of Interests in Other Entities*, Septiembre 2011, p. 33); y en el «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Report on Special Purpose Entities*, cit.), p. 64, con referencias a las entidades de propósito especial «perennes» (*evergreen*).

Competencia Desleal)<sup>86</sup>, es todavía hoy una cuestión controvertida la eventual utilización de estos vehículos estructurados para ocultar la verdadera naturaleza de los créditos que en ellos se integran y para evitar la correcta calificación crediticia que debiera en todo caso concedérseles, especialmente en estructuras complejas. A ello se une la distinta motivación para la creación de estas entidades de propósito especial y la designación de proyectos dentro de estructuras «dentro» o «fuera» de balance (*on-and off-balance sheet projects*); pero esa cuestión, ciertamente relevante, que puede suscitar ciertas dudas sobre la bondad de estas instituciones y que se anuda a la necesidad de una mayor transparencia y control, nos aleja del tema aquí tratado<sup>87</sup>.

Es más, las entidades de propósito especial de carácter financiero, como es fácilmente constatable en el marco de la crisis global, están expuestas, por la misma realidad que constituye su objeto, a prácticas especulativas que pueden dar lugar a manipulaciones en las valoraciones contables. No obstante, se ha de reconocer el avance experimentado, en particular en la valoración de «inversiones financieras», en el marco de la regulación contable (*vid.* art. 38 bis y 39 del Código de comercio)<sup>88</sup>. El carácter financiero de la entidad determina una mayor exposición a cambios de valor de los instrumentos que constituyan su objeto respecto de aquellas otras entidades cuyo objeto sea meramente empresarial, en especial cuando su actividad consista en un proyecto de obra civil o industrial. Con todo, no se puede obviar que también en este ámbito es frecuente que se produzcan sobrecostes en la ejecución del proyecto que requieran, para su correcta finalización, una oportuna cobertura financiera<sup>89</sup>.

---

<sup>86</sup> El artículo 24 de la Ley, tras su introducción por la Ley 29/2009, de 30 de diciembre, por la que se modifica el régimen legal de la competencia desleal y de la publicidad para la mejora de la protección de los consumidores y usuarios, sanciona estas «prácticas de venta piramidal» por considerarlas engañosas.

<sup>87</sup> Más ampliamente, GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», *cit.*, pp. 17-8.

<sup>88</sup> Recientemente modificados por la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, y anteriormente por la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea. En este punto ha de tenerse en cuenta la distinción entre las inversiones financieras del grupo 2, como activo no corriente, y los «Activos financieros mantenidos para negociar» y los «Pasivos financieros mantenidos para negociar», como cuentas financieras del grupo 5 del Plan General de Contabilidad, aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

<sup>89</sup> Un caso bien conocido por el público en general es el de la obra de ampliación del Canal de Panamá. La polémica entre el Gobierno de Panamá y las empresas contratistas traía causa, en un hecho harto frecuente, de incumplimiento de la obligación de pago por parte del administrador del Canal, en relación con las modificaciones contractuales y las variaciones en la ejecución del proyecto y en el mantenimiento de la equivalencia de las prestaciones, todas ellas tratadas por HERNÁNDEZ GONZÁLEZ, F. L., «La problemática del restablecimiento del equilibrio económico en la contratación pública internacional. La crisis de la ampliación del Canal de Panamá», *Revista de administración pública*, núm. 194, 2014, pp. 475-508.

A buen seguro esta cuestión debe ser tratada desde la perspectiva de las relaciones entre el inversor y la entidad, por lo general financiera, que promueve la creación de la entidad de propósito especial, aspecto que merece un tratamiento separado. En tal sentido, los inversores deben proteger su posición jurídica a través de pactos de compromiso de la sponsor en caso de depreciación del valor de los activos vinculados a la entidad de propósito especial o a alguno de sus compartimentos, si los hubiera<sup>90</sup>. Ahora bien, mientras el problema de la ordenación o estructuración de activos financieros en *pooling* se vincula en mayor medida *ex ante* a la transparencia y a las normas de información adecuada a los inversores, particularmente en los mercados regulados<sup>91</sup>, el *tranching* o la compartimentación afecta *ex post* a la responsabilidad derivada de las deudas por las pérdidas que se puedan producir en el seno de la entidad de propósito especial. Mediante esta técnica, junto a la intención de separar las responsabilidades de la entidad y del sponsor, a su vez se estratifican los riesgos de impago (*default*) de los flujos de caja esperados de los activos financieros en liza<sup>92</sup>.

## 5. FUNCIÓN ECONÓMICA

### 5.1 Ingeniería financiera y economías de opción. Régimen fiscal favorable y arbitraje regulatorio

Los objetivos perseguidos mediante la constitución de las entidades que nos ocupan pueden clasificarse en dos ramas bien diferenciadas. De una parte, aquellos que tienen mero carácter financiero; de otra, la existencia de otros propósitos estrictamente empresariales. Entre los primeros ya se ha hecho

---

<sup>90</sup> En este sentido, el artículo 37 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, contempla que, en la línea de los sindicatos de obligacionistas, la escritura de constitución de los fondos de titulización prevea la creación de una junta de acreedores, con mención de su composición y facultades y de las normas de funcionamiento, así como de la participación de las distintas categorías de acreedores.

<sup>91</sup> No obstante, no se puede obviar que la legislación del mercado de valores permite la autorización de otros mercados o sistemas de negociación. Así ocurre con el más conocido, «Mercado Alternativo Bursátil» (MAB). Pero se ha de tener también presente la previsión tanto de «Sistemas Multilaterales de Negociación» (SMN) para la gestión del sistema financiero, como de la llamada «Internalización sistemática», que autoriza la ordenación de un sistema para la ejecución de órdenes de los clientes sobre acciones cotizadas fuera de los mercados regulados (cfr., arts. 317 y 331 del TRLMV).

<sup>92</sup> Sobre la necesidad de que los inversores ponderen convenientemente el riesgo asociado y requieran un retorno adecuado se pronuncia BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities: An Opportunity for Investors to Maximize the Value of their Returns while Undergoing more Careful and Realistic Risk Analysis», *Southern California Law Review*, vol. 86, núm. 6, 2013, pp. 1309-1341, p. 1340, especialmente ante el riesgo de «consolidación material» de ambas entidades en caso de insolvencia; y todo ello pese a la adopción de medidas que tiendan a su evitación, lo que no obsta para reconocer la utilidad de la figura de las entidades de propósito especial para las partes que la adoptan.

mención de las connotaciones negativas que, en particular por el caso Enron, y luego por el uso abusivo en el marco de la crisis financiera global, ha adquirido la figura. Ello motivó en algún tiempo la pretensión, no consolidada, del cambio de su denominación por la de «entidad de interés variable», también conocida como VIE, como una entidad de propósito especial «cualificada», por la necesidad, que se tratará en otros apartados, de reunir ciertas condiciones para el desarrollo de su actividad en el mercado<sup>93</sup>.

Con todo, lo bien cierto es que, pese a la utilización espuria o fraudulenta de estas entidades, ningún argumento definitivo parece impedir su relieve dentro de las distintas economías de opción que se presentan a los operadores del tráfico jurídico. Tratamientos fiscales favorables, tales como la tributación reducida sobre las ganancias respecto del capital invertido o la financiación o reinversión empresarial son tenidas en cuenta a la hora de fijar la residencia fiscal de las entidades de propósito especial, sin perjuicio, claro está, de la regulación internacional que afecte al reconocimiento de los llamados paraísos fiscales. Pero fuera de cualquier limitación fiscal, el recurso a entidades de propósito especial puede obedecer, igualmente, a planteamientos legítimos de ordenación de la carga fiscal de los operadores económicos dentro de las técnicas de la «ingeniería financiera». Tal puede ser el caso de la desgravación fiscal proveniente del leasing financiero, o cualquier otra operación que sobre activos o acciones que se halle exenta de tributación o sujeta a un tipo impositivo reducido<sup>94</sup>. Otro tanto puede ocurrir con el llamado «arbitraje regulatorio», si bien se ha de estar, asimismo, a la normativa que restrinja, no tanto la libertad de establecimiento de la entidad, como aquellas prácticas tendentes a evitar su control administrativo, así como la regulación, laboral o de otro ámbito, que afecte a la actividad económica<sup>95</sup>.

El fenómeno de la deslocalización, como método para la distribución de riesgo y obtención de ventajas financieras, de costes de producción, o de otro

---

<sup>93</sup> Así puede verse, sobre la evolución de la figura y la falta de una definición generalmente aceptada, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., p. 311, y en el «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Report on Special Purpose Entities*, cit.), pp. 66-7.

<sup>94</sup> En todo caso se ha de tener presente el régimen de ayudas estatales prohibidas en el ámbito de la Unión Europea, por la concesión de ventajas fiscales ilegales, siendo sobradamente conocido, verbigracia, el caso de Irlanda y la multinacional Apple ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-16-2923\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2923_es.htm)) y las ventajas fiscales selectivas concedidas a Fiat en Luxemburgo y a Starbucks en los Países Bajos ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-5880\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5880_es.htm)).

<sup>95</sup> Sobre la competencia legislativa entre territorios, en esta sede, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., p. 312, y en el «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Report on Special Purpose Entities*, cit.), p. 63.

orden, como el normativo, es bien conocido en la economía global<sup>96</sup>. De ahí las distintas medidas adoptadas por las Administraciones públicas de diferentes Estados, e incluso dentro de espacios territoriales más restringidos que gocen de un cierto margen regulatorio, para, en las llamadas «carreras hacia el fondo», tratar de atraer a determinadas entidades en la conocida como «compra del fuero»<sup>97</sup>. De esta guisa, los sponsors se benefician de una competencia legislativa para la atracción de inversión, en buena parte vinculada a las ventajas fiscales, sobre beneficios, o mediante desgravaciones, en consideración a la actividad desarrollada<sup>98</sup>.

## 5.2 Separación Patrimonial

En otro orden de cosas, las entidades de propósito especial son utilizadas como un mecanismo para la separación patrimonial de activos. En unos casos mediante la cesión de créditos o la titulización de determinados activos a través de estas entidades, en otros mediante las operaciones de activos materiales y la remisión de los flujos de caja necesarios para llevar a cabo el proyecto empresarial perseguido, se separan ciertos elementos patrimoniales de la sponsor para insuflar la inversión requerida a la entidad de propósito especial<sup>99</sup>. De este modo, entre las bondades de la figura, es frecuente la referencia a la protección de los acreedores de la entidad, quienes, en principio, asumen que se trata de una entidad que no se puede ver afectada por la insolvencia de sponsor, en cuanto goza de una personalidad jurídica distinta o, al menos, de una identidad patrimonial separada. Incluso esta posibilidad obtiene carta de naturaleza con la admisión de compartimentos estancos dentro de

---

<sup>96</sup> Con carácter general, RESNICK, B. M./KRAUSE, S. C., «Not So Bankruptcy-Remote SPEs and In Re General Growth Properties, Inc.», *American Bankruptcy Institute Journal*, 2009, 3 pp., p. 1.

<sup>97</sup> Por todos, KLEIN W. A./COFFEE JR., J. C./PARTNOY, F., *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*, ed. Thompson Reuters/Foundation Press, 11.ª ed., 2010, p. 153; y MYERS, M., «Fixing Multi-Forum Shareholder Litigation», *University of Illinois Law Review*, 2014, pp. 467-555, p. 495.

<sup>98</sup> Para HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 71, la forma de la entidad dependerá, entre otros factores, de la regulación nacional del lugar donde se ejecute la obra, en particular en relación con las inversiones extranjeras, de las formas que dentro de dicha jurisdicción permitan una limitación de la responsabilidad, y de la necesaria participación de inversores locales en la entidad; todo ello junto con cuestiones de fiscalidad y de reconocimiento recíproco de regulaciones entre los países de los inversores y el país de acogida del proyecto. Asimismo, VAÑÓ VAÑÓ, M. J., *El contrato de «project finance»*, cit., p. 149.

<sup>99</sup> ZEREY, J. C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», cit., pp. 25-34, junto a la consideración de las SPEs como mecanismos eficientes para la separación patrimonial en beneficio de los acreedores y para la consecución de financiación, alude, asimismo, a los bajos costes de gestión que sus estructuras comportan.

la entidad, de modo que únicamente determinados patrimonios resulten afectados por las deudas generadas por su actividad o por la exposición a determinados riesgos<sup>100</sup>.

Con todo ello los sponsors trasladan los activos o créditos a la entidad para un mejor desarrollo del cometido asignado y, al mismo tiempo, a fin de obtener una menor exposición al riesgo en caso de que acaezcan pérdidas por impago. Se ha de tener en cuenta, no obstante, la relación económica que une a ambas entidades a fin de activar la participación financiera del sponsor en la entidad de propósito especial. Y ello sin perjuicio del recurso a otras figuras interpuestas que puedan hacer opaca la intervención del sponsor y su relación, que puede no ser necesariamente accionarial, con la entidad de propósito especial. Todo ello desplaza la cuestión, como se verá, a la necesidad de que el sponsor informe en sus estados financieros sobre la situación de las entidades de propósito especial con las que guarde cualquier tipo de relación económica o de control.

Por consiguiente, dentro de las funciones económicas atribuibles, las entidades vehiculares o de propósito especial asumen la condición de «entidades de concurso remoto» (*bankruptcy-remote*) respecto de su patrocinador, pues siempre que sus operaciones queden restringidas a la adquisición, financiación y explotación de los activos específicos que sirvan para su función, la insolvencia del sponsor no afectará a sus obligaciones<sup>101</sup>. En la práctica la formación de la entidad como una «sociedad huérfana» es con frecuencia el expediente técnico utilizado, en particular en aquellos ámbitos donde se permite la creación de fondos fiduciarios. Cuestión distinta será, por otra parte, que la existencia de operaciones vinculadas entre las partes pueda hacer variar el criterio antes sostenido, especialmente cuando se presenten instrumentos financieros complejos como *swaps*, u otros que permitan la recuperación de los activos<sup>102</sup>.

En sentido contrario, tampoco la insolvencia de la entidad de propósito especial conlleva, en principio, la extensión de la obligación de atender a las

---

<sup>100</sup> Así sobre *Compartment* o *Cell-Gesellschaften*, DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», cit., p. 39.

<sup>101</sup> BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., p. 1314, también se refiere a los acrónimos BRV o BRV, como entidades o vehículos remotos respecto de la insolvencia (*bankruptcy-remote vehicle/entity*). Sobre la constitución de *trusts* protectores (*protective trusts*) con la finalidad de separar el patrimonio afectado del personal del *settlor*, para lo cual éste ha de conceder al *trustee* la discrecionalidad suficiente que permita mantener ambos patrimonios separados y autónomos, DE ARESPOCHAGA, J., *El trust, la fiducia y figuras afines*, cit., p. 38.

<sup>102</sup> Por muchos, NAIFAR, N., «Credit Default Sharing instead of Credit Default Swaps: Toward a More Sustainable Financial System», *Journal of Economic Issues*, vol. 48, núm. 1, 2014, pp. 1-18; y ARENTSEN, E., *et al.*, «Subprime mortgage defaults and credit default swaps», *Journal of finance*, vol. 70, núm. 2, 2015, pp. 689-731.



deudas asumidas por el sponsor. Como regla general, la personalidad jurídica atribuida a la entidad de propósito especial y su separación patrimonial de la entidad promotora excluyen que ésta, como centro de imputación autónomo, haya de asumir sus deudas. Aun así, los inversores de la entidad de propósito especial pueden asegurar su posición jurídica mediante la exigencia de compromisos por parte del sponsor mediante la concesión de los flujos de caja necesarios para mantener la liquidez, de modo que la entidad de propósito especial pueda atender a sus obligaciones y a los gastos corrientes de su actividad (cuando esta relación tenga carácter interno o contractual a través de los compromisos existentes entre las partes se habla entonces de un *Incognito Leverage*)<sup>103</sup>.

De este modo, los inversores pueden disponer de un instrumento particularmente privilegiado para garantizar la viabilidad de la entidad. A la previsión anterior se pueden incorporar, alternativamente, otros compromisos, tales como la obligatoriedad de cesión de otros instrumentos financieros, activos o valores solventes que sirvan para cubrir las pérdidas generadas ante la falta de pago de ciertos créditos. En definitiva, estas garantías convencionales tratan de minimizar los riesgos inherentes a la actividad de la entidad en relación con eventualidades originadoras de situaciones de insolvencia, y *pari passu* limitan, de una u otra forma, la incidencia que el procedimiento concursal y los gastos que comporta podrían ocasionar en el patrimonio de la entidad y, en correspondencia, en la devolución de la inversión<sup>104</sup>.

En este marco, se han de hacer algunas precisiones en el caso de la utilización de estas formas por las entidades públicas, y en particular cuando adquieran la condición de «entidades de interés público». La insolvencia de las entidades de propósito especial, cuando alcancen la condición de «entidades de interés público» puede dar lugar a problemas extramuros de la organización y afectar a otros intereses «sistémicos» de la economía de mercado o de carácter general<sup>105</sup>. Otro tanto podría decirse, por su extensión *ratione materiae*, respecto de las entidades creadas en el ámbito del sector financiero. A la cuestión relativa a la «gestión de riesgos», que se ha convertido en pieza angular del gobierno corporativo en los últimos años, se une la necesidad de adoptar

---

<sup>103</sup> Expresión utilizada por ARONOFF, D., *The Financial Crisis Reconsidered: The Mercantilist Origin of Secular Stagnation and Boom-Bust Cycles*, ed. Palgrave MacMillan, Londres, 2016, p. 257.

<sup>104</sup> Sobre esta relación de riesgos y garantías, entre las distintas partes implicadas, VAÑÓ VAÑÓ, M. J., *El contrato de «project finance»*, cit., p. 156.

<sup>105</sup> Acerca de las sociedades calificadas como entidades de interés público, véase el Reglamento (UE) n.º 537/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, sobre los requisitos específicos para la auditoría legal de las entidades de interés público, y el artículo 3.5. de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

medidas tendentes al control de riesgos, con particular incidencia cuando se trate de esta tipología de entidades <sup>106</sup>.

Por ello, pese a su separación patrimonial de sus entidades promotoras, su incidencia en la economía puede hacer que los impagos a los inversores tenga un impacto en la imagen financiera o en la reputación de la entidad creadora, y *de facto* impongan la necesidad de evitar la insolvencia de la entidad de propósito especial <sup>107</sup>. En tal sentido, incluso las relaciones de la entidad sponsor con sus acreedores e inversores, que a su vez pueden tener otras relaciones directas con la entidad patrocinadora, pueden llevar a que resulte inconveniente, desde un punto de vista de eficiencia económica, dejar la entidad al albur del procedimiento de insolvencia. Todo esto sin perjuicio del impacto que la insolvencia pueda ocasionar en las cuentas de la sponsor, como consecuencia de los fallidos derivados de los derechos de cobro sobre la entidad de propósito especial, y en su caso, de la depreciación de su inversión financiera en la entidad <sup>108</sup>.

### 5.3 Apalancamiento financiero

En concordancia con lo anterior, la constitución de estas entidades separadas también sirve en la práctica para obtener financiación, toda vez que la nueva entidad no resulta constreñida por el apalancamiento financiero al que puede estar sometido su sponsor. Esto puede permitir la obtención de nuevas fuentes de financiación para el proyecto, que, de otro modo, serían inalcanzables para la entidad promotora. Es más, la entidad de propósito especial que, en su caso, puede obtener flujos financieros positivos por la explotación del proyecto para el que se constituya, *sensu contrario*, también puede, en determinadas circunstancias, prestar garantías o cualquier otro tipo de soporte jurídico al sponsor.

En todo caso, la financiación de las propias entidades dependerá, en buena medida, tanto de la situación del sector del crédito como de la rentabilidad esperada de su proyecto de inversión. Las operaciones apalancadas en el ámbito concreto de actuación de la entidad de propósito especial básicamente

---

<sup>106</sup> Por todos, CHALLE, E., *et al.*, *Equilibrium Risk Shifting and Interest Rate in an Opaque Financial System*, Ecole Polytechnique, Centre National De La Recherche Scientifique, 2012, p. 6.

<sup>107</sup> Así lo reconoce, en la práctica, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., p. 380.

<sup>108</sup> También los «riesgos reputacionales», en relación con la función de los administradores de la gestión del riesgo de la actividad, son considerados por los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors)*, ed. OCDE, Septiembre 2015, p. 53.

parten, de un lado, de la rentabilidad esperada por la puesta en marcha del proyecto o la comercialización de los activos<sup>109</sup>, y, de otro, de las expectativas de ganancias del sector financiero en otros sectores del mercado del crédito. Todo ello, se ha de enlazar, además, con la aversión o propensión al riesgo de los diferentes inversores, generalmente institucionales, en relaciones que en muchas ocasiones se encuentran ampliamente interconectadas<sup>110</sup>.

Fuera de los objetivos y condicionamientos financieros en la creación de estas entidades de propósito especial, otros criterios de carácter empresarial obedecen a la necesidad de aportar activos a sociedades de capital «mixto», o a la utilización de determinadas instalaciones industriales que hayan de ser ejecutadas y explotadas dentro de los proyectos de financiación (*Project Finance*)<sup>111</sup>. En muchas ocasiones, la necesidad de obtención de licencias previas para el desarrollo de la actividad puede requerir la previa constitución de estas entidades ante la perspectiva de permitir que la entidad pueda ser objeto de una ulterior transmisión, mediante la forma jurídica oportuna, sin necesidad de subrogación en la licencia concedida<sup>112</sup>. Este mismo criterio puede ser visto como vía de escape para, mediante estructuras jurídicas interpuestas, en las llamadas sociedades huérfanas, acreditar que determinados activos son titularidad de una entidad nacional o doméstica del lugar donde se realice a la explotación o donde radique la instalación industrial o la obra civil que constituya su cometido<sup>113</sup>.

En supuestos de inversión conjunta también la creación de una entidad de propósito especial permite integrar las distintas partes involucradas en un proyecto de carácter financiero o empresarial. Pero fuera de los requisitos anterior-

<sup>109</sup> Por todos, MANZANO FRÍAS, M. C., «La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, núm. 13, 2007, pp. 33-52.

<sup>110</sup> En estos casos, sobre la existencia de inversores institucionales, entre los que se pueden encontrar fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras en determinados sectores o gestores de activos, que se han de sujetar a un deber fiduciario respecto de sus clientes, se pronuncian los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance*, cit.), pp. 32-3. Ya en la Bolsa de Ámsterdam del siglo XVII, en relación con la negociación de las acciones de la Compañía de las Indias Occidentales, PENSO DE LA VEGA, J., *Confusión de confusiones: diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito*, ed. Profit, Sant Feliu de Llobregat, 2009, pp. 62-3, distingue entre unos inversores «toros» o *liebhebberen* esto es, amantes, y otros, «osos» o *contraminores*, sensibles a cualquier cambio negativo en la cotización.

<sup>111</sup> Sobre estos contratos, más ampliamente, HERNANDO CEBRIÁ, L., «Una aproximación a los contratos de instalación industrial llave en mano en el marco de la contratación contemporánea», *Anuario de derecho civil*, vol. 66, núm. 4, 2013, pp. 1666-1712.

<sup>112</sup> Asimismo, VAÑÓ VAÑÓ, M. J., *El contrato de «project finance»*, cit., p. 155.

<sup>113</sup> La función instrumental de la entidad para estos fines es tratada en el «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Report on Special Purpose Entities*, cit.), p. 75.

## ■ ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES...

res, la formación de estas entidades puede limitarse a la conveniencia de distribuir los riesgos derivados de la introducción de la empresa en nuevos mercados o en nuevas actividades que se alejen de lo que constituya su sector de negocio tradicional. En este sentido, es frecuente que las entidades de propósito especial conciten en su seno actividades relacionadas con la intermediación, el arrendamiento o explotación de activos, la titulación de instrumentos financieros, la tenencia de valores negociables, o las actividades de investigación y desarrollo.

## CAPÍTULO 2

### ELEMENTOS CONFIGURADORES DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL: UNA APROXIMACIÓN DESDE EL DERECHO DE SOCIEDADES

#### 1. CARACTERIZACIÓN TIPOLOGICA DE LAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

##### 1.1 Consideraciones previas

Tras dedicar el capítulo anterior a identificar las funciones que cubren las entidades de propósito especial en los diferentes mercados en los que se presentan y con respecto a las diferentes actividades que comúnmente desarrollan, todo ello se ha de enlazar con la asunción por el Derecho de diferentes formas jurídicas que sirven de acomodo a estas entidades. Ya se ha hecho alusión a la idoneidad del *trust*, en determinados ámbitos jurisdiccionales, o a la creación *ex lege* de patrimonios carentes de personalidad jurídica para canalizar y promover las diferentes propuestas de inversión en nuestro Derecho.

En todo caso, se ha de reconocer, al igual que en otros países de nuestro entorno, e incluso en países de raigambre anglosajona, que la sociedad, y preferentemente la sociedad de capital de carácter abierto, es un expediente que goza de una tradición y seguridad jurídica que lleva a que los operadores económicos con frecuencia acudan a sus estructuras organizativas como mejor vía para acomodar sus intereses y llevar a cabo el cometido específico pretendido<sup>114</sup>. Además, las sociedades de carácter abierto permiten que estas entidades

---

<sup>114</sup> DRINHAUSEN, F., «Gesellschaftsrechtliche Behandlung», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 53-80, ve en la sociedad limitada y en la sociedad limitada

puedan tener una vocación, en su constitución, hacia una funcionalidad específica, como «sociedades vehiculares». En tal supuesto, junto a la sociedad anónima, merced a su régimen general de libre transmisibilidad de sus acciones, también la sociedad limitada unipersonal concede un margen suficiente para procurar, sin las restricciones típicas de las sociedades cerradas, la transmisión de las participaciones del socio único en la sociedad <sup>115</sup>.

Lo anterior nos lleva, por lo tanto, a reconocer la aptitud y la disponibilidad de las diferentes categorías de sociedades de capital para acoger la figura de las entidades de propósito especial. No se trata, en consecuencia, de acotar la figura a una categoría jurídica que goce del reconocimiento legislativo correspondiente, esto es, de una «cuestión de tipicidad». Como en el aforismo bíblico según el cual «el sábado ha sido instituido para el hombre y no el hombre para el sábado» <sup>116</sup>, es preciso tener en cuenta, además, que los operadores económicos acuden a las formas organizativas que les son más propicias y, dentro del margen de la autoorganización, tratan de adaptarlas a sus específicos intereses. En esta mutua comunicación aparecen ciertas figuras que se enmarcan dentro de lo que podríamos denominar «cuestiones de tipología» <sup>117</sup>.

La falta de un reconocimiento expreso de la «sociedad de propósito especial», que queda limitada de forma episódica a ciertos pasajes de nuestra cada vez más extensa regulación tipológica, no impide, sin embargo, la identificación de unos rasgos compartidos en la realidad que reclama, a su vez, un análisis que permita dotar a la figura de la necesaria autonomía. De este modo se pasa de la «tipicidad» societaria, como el elenco de figuras

---

con comanditaria (*GmbH y GmbH & Co. KG*), dada su flexibilidad tipológica, las formas que mejor sirven de cogida a las *Zweckgesellschaft*, dentro de las diversas posibilidades que presenta la regulación alemana.

<sup>115</sup> HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., pp. 85-6, alude también a la mayor flexibilidad que ofrecen las sociedades personalistas o limitadas (*partnership*) respecto de las sociedades anónimas o corporativizadas (*corporate*), mientras que éstas, sin embargo, pueden servir para canalizar mejor la entrada de nuevos inversores. HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, ed. Bloombury Professional, West Sussex, 2010, p. 214, por otra parte, alude a la sociedad limitada (*private limited company*) como la forma de acogida más usual de las entidades de propósito especial. Desde otro punto de vista, KRAUSE, M./ZEREY, J. C., «Investment- und versicherungsaufsichtsrechtliche Implikationen für Zweckgesellschaften», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 113-128, p. 127, se refieren a los casos en los que las entidades de propósito especial de inversión adoptan la forma de «fondos de inversión» (*Investmentfonds*) o de sociedades anónimas (*Aktiengesellschaft*).

<sup>116</sup> Marcos 2:27.

<sup>117</sup> Una «síntesis afortunada sobre el estado de la cuestión» puede verse en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en Derecho de sociedades*, ed. Pórtico, Zaragoza, 1977, *passim*.; y en EMBID IRUJO, J. M., *Sobre el derecho de sociedades de nuestro tiempo: crisis económica y ordenamiento societario*, ed. Comares, Granada, 2013, *passim*.

jurídicas de las que dispone el operador económico para organizar su actividad, al ámbito de «tipología» societaria, entendida como aquellos rasgos que identifican la figura frente a otros modelos, y no ya tanto, o tan solo, desde su perspectiva formal o positiva, sino mediante la captación de sus elementos esenciales <sup>118</sup>.

En esta tensión entre la «tipicidad» y la atipicidad», que puede dar lugar, en la evolución del Derecho, a nuevos modelos organizativos, generalmente subespecies de otra general dotada de mayor raigambre, aparecen nuevas formas de ordenar no ya solo intereses colectivos o, incluso, individuales a la hora de iniciar o «derivar» las actividades económicas que el operador quiera desarrollar en el mercado. Buena muestra de lo que se acaba de decir es la relevante presencia de las entidades de propósito especial, que, sin embargo, no han recibido un tratamiento normativo o hermenéutico que reconozca el conjunto de caracteres esenciales que resultan de su presencia en el mercado. Pero ello, en principio, y pese a la relevancia que en nuestros esquemas tienen las sociedades, no puede quedar restringido a una determinada forma de sociedad legalmente admitida. Al contrario, la realidad de las entidades de propósito especial adquiere su total entendimiento solo respecto de las específicas finalidades pretendidas por los operadores económicos, que modelan en cada caso su estructura organizativa dentro de los márgenes que les concede la regulación.

De esta manera, también la realidad social o la ordenación de las relaciones entre los socios y los inversores, dotadas de un peculiar utilitarismo, permiten extraer los rasgos distintivos, no obstante la falta de un específico régimen aplicable. Aun y con esto, no se puede dejar a un lado la influencia del Derecho de sociedades, como pieza más consolidada de nuestro sistema en la organización de actividades económicas respecto del resto de formas jurídicas que sirven para su desarrollo. Para ello, claro está, se habrá de tomar en cuenta la mayor o menor autonomía concedida al sponsor para regular sus relaciones con la entidad de propósito especial y, en su caso, con los inversores.

Todo ello obliga, en definitiva, a captar una realidad proveniente de la evolución económica que nace de la búsqueda por los operadores económicos de nuevas técnicas de organización de su actividad. Las entidades de propósito especial, como cualquier otro fenómeno nacido de las relaciones en el mercado, quedan sometidas a un continuo proceso de readaptación jurídica en la

---

<sup>118</sup> *In extenso*, EMBID IRUJO, J. M., «El Derecho de sociedades ante la crisis económica. Especial referencia a la tipología societaria», *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 59, 2013, pp. 15-70.

captación de esta realidad por el Derecho. Por otra parte, la extensión del marco de delimitación de la figura a otras formas dotadas de sesgos contractuales o institucionales no impide, sin embargo, el reconocimiento ciertas notas tipológicas comunes que merecen ser igualmente destacadas <sup>119</sup>.

## 1.2 El propósito o cometido especial

Sin perjuicio de la dotación de patrimonios para fines específicos, desde un punto de vista clásico ya se ha hecho referencia a la adopción de la forma de sociedad por las entidades de propósito especial. De otro lado, la intervención de un sponsor es compatible en nuestro sistema, en principio, con la admisión de la fundación de las sociedades de capital por una sola persona. También se ha de admitir la posibilidad, al menos para las sociedades anónimas, de la creación de la sociedad mediante la menos frecuente fundación sucesiva, o por inversores externos a los fundadores o promotores (cfr., art. 41 a 55 LSC). En segundo, lugar, por cuanto aquí interesa, la sociedad de propósito especial tendrá un objeto determinado, bien sea la tenencia de instrumentos o activos financieros, de modo que se constituya como una «sociedad de tenencia», piénsese en la más conocida como «sociedad holding», o para la realización de un determinado proyecto (seguramente en el ámbito contractual por razón del objeto se pueda encontrar una cierta semejanza, cuando nazca de una relación contractual, con las uniones temporales de empresa) <sup>120</sup>.

Sea como fuere, la introducción de pactos que impiden la dedicación de la sociedad a otras actividades distintas a aquella para la cual haya sido constituida es un elemento relevante para la identificación de esta modalidad tipológica <sup>121</sup>. Esto no quita, sin embargo, para que la sociedad pueda constituirse para el desarrollo diferentes objetos específicos o que pueda realizar actividades accesorias, complementarias o instrumentales de aquellas que constituyan su actividad principal. Incluso tales pactos pueden autorizar que la sociedad

---

<sup>119</sup> En palabras del viejo maestro italiano, Tullio Ascarelli, traducidas por el maestro español Garrigues, en *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, cit., p. 15: «Las nuevas necesidades se satisfacen así con instituciones viejas. Las viejas formas y la vieja disciplina no se abandonan de un golpe, sino lenta y gradualmente a lo largo de mucho tiempo, de suerte que la nueva función se ve compelida a vivir dentro de la vieja estructura, plasmándose y encuadrándose en el sistema».

<sup>120</sup> KRAUSE, M./ ZEREY, J. C., «Investment- und versicherungsaufsichtliche Implikationen für Zweckgesellschaften», cit., pp. 114-5, aluden a la utilización de la SPE como sociedad de tenencia o instrumento de inversión colectiva, o también como vehículo para la emisión de valores.

<sup>121</sup> HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 86, señala la conveniencia de establecer que la SPE tenga por único objeto el desarrollo de esa obra y no la explotación de otros bienes, de modo que no asuma riesgos diferentes de los derivados de la ejecución del proyecto.



participe en inversiones financieras sobre el capital de otras sociedades sin que ello suponga la asunción de sus deudas, de modo que no se comprometa la separación patrimonial que constituye su fundamento. Se advierte así un cierto paralelismo entre los pactos fundacionales de las sociedades de propósito especial, a estos efectos, y la autorización legal para que las fundaciones puedan realizar determinadas actividades económicas (cfr., art. 24 de la Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones)<sup>122</sup>.

De otra parte, esta limitación no se ha de confundir con que la sociedad solo tenga por objeto social actos jurídicos necesarios para la realización o desarrollo de las actividades indicadas en él, según el artículo 117 del Reglamento del Registro Mercantil, lo cual excluiría su inscripción. Los estatutos, que habrán de señalar las actividades a las que se haya de dedicar la sociedad, al menos para las sociedades capitalistas, han de procurar la determinación de su objeto. Pero esto no impide la creación de sociedades con un propósito específico o determinado, puesto que ya existe en nuestra tradición el antecedente de la *societas unius negotii*<sup>123</sup>. Es más, entre las causas de disolución de la sociedad, también se advierte una cierta correlación entre el desarrollo de la actividad, como objeto del contrato de sociedad, y la existencia de la entidad. El artículo 363 de la Ley de sociedades capital, en este sentido, incluye entre las causas legales de disolución el cese en el ejercicio de la actividad o actividades que constituyan el objeto social, en particular, tras un período de inactividad superior a un año, o la conclusión de la empresa que constituya su objeto<sup>124</sup>.

Esto mismo resulta aplicable en los casos en los que, sin perder su propósito especial, este no se trate de un cometido específico. La flexibilidad de estas estructuras permite que se constituyan sociedades de propósito especial con un único objeto o con causa en su explotación o comercialización, mientras que en otros casos, estas entidades podrán integrar varios bienes diferentes dentro de la actividad económica para la que se constituyan. De este modo, también se pueden diferenciar entre las entidades de propósito especial con un

---

<sup>122</sup> Así, permite que las fundaciones puedan desarrollar actividades económicas cuyo objeto esté relacionado con los fines fundacionales o sean complementarias o accesorias, e intervenir en cualesquiera actividades económicas a través de su participación en sociedades, siempre que no respondan personalmente de las deudas sociales.

<sup>123</sup> En nuestro Derecho, sobre la admisibilidad de las «sociedades ocasionales» o «para un solo negocio», no obstante alejadas de la figura del empresario y de la habitualidad que caracteriza su actividad, GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 51-53 y 81-2, quien mantiene tal calificación, si bien reconoce la particularidad del objeto de estas sociedades y su carácter preferentemente contractual.

<sup>124</sup> Sobre estas causas, MOYA BALLESTER, J., *El procedimiento de disolución y liquidación en la Ley de Sociedades de Capital*, ed. La Ley, Madrid, 2010, p. 31.

único motivo y aquellas otras que integren bajo su organización varios cometidos diferentes (también denominados, vehículos multipropósito, *Multi Purpose Vehicle –MPV–*)<sup>125</sup>.

Con todo, la limitación del objeto social a un propósito específico, que generalmente tendrá una duración limitada al proyecto o cometido para el que se constituye, no impide que, dentro de la actividad específica, la sociedad de propósito especial pueda adoptar una estructura indefinida, también denominada «perenne» (*evergreen*)<sup>126</sup>. Para ello será necesario limitar las posibilidades de introducción de modificaciones sustanciales o sustituciones en el objeto social. En nuestro sistema, la sustitución o modificación sustancial del objeto social constituye una causa legal para que el socio disconforme pueda separarse de la sociedad (cfr., art. 346.1.a. LSC). Ciertamente este es un incentivo relevante para la adopción del acuerdo por unanimidad, por tratarse de un aspecto que afecta a la esencia misma del contrato de sociedad y a la decisión del socio de participar en ella. Pero nada impide que, además, ésta pueda, debidamente insertada en los estatutos, ser una causa que justifique la disolución de la sociedad, de modo que se reconozca que la sociedad no puede lícitamente existir sin dedicarse exclusivamente al objeto para el que se constituye<sup>127</sup>.

Pero lo anterior no obsta que la actuación de los administradores fuera del objeto social prediseñado sea eficaz y válida frente a terceros de buena fe. En consecuencia, el administrador puede obligar a la sociedad fuera del ámbito de actividad que quede fijado en el previo acuerdo entre los socios (cfr., art. 234.2 LSC). En todo caso conviene que también los estatutos, por la publicidad de la que gozan, o los pactos alcanzados con los administradores y consejeros delegados reflejen los márgenes en los que su comportamiento esté autorizado y, en suma, las sanciones derivadas de un eventual incumplimiento por actuaciones que no queden comprendidas en el objeto social.

De ello ha dado buena cuenta la reforma para la mejora del gobierno corporativo cuando ha incluido, entre las obligaciones que dimanan del deber de lealtad del administrador, la de no ejercitar sus facultades con fines distintos de aquéllos para los que le hayan sido concedidas (cfr., art. 228, letra a LSC)<sup>128</sup>.

---

<sup>125</sup> ZEREY, J. C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», cit., p. 27, diferencia asimismo entre *Einzweckgesellschaften* y *Mehrzweckgesellschaften*.

<sup>126</sup> Sobre la utilización de SPEs para una o varias transacciones financieras, DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», cit., p. 36.

<sup>127</sup> Con carácter general, MOYA BALLESTER, J., *El procedimiento de disolución y liquidación*, cit., p. 54.

<sup>128</sup> Por todos, ALFONSO SÁNCHEZ, R., «Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad: artículo 228», *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital*

Ahora bien, el problema no surge tanto en la calificación de la conducta por vía de la asunción de un concreto deber, sino en la imputación y delimitación de su responsabilidad en caso de incumplimiento. En este aspecto los pactos sociales han de jugar un papel relevante, verbigracia, mediante la imposición de cláusulas penales a los administradores<sup>129</sup>. Distinto de lo anterior, y por ello es conveniente mencionarlo aquí, es el régimen dispuesto para las entidades de propósito especial de carácter financiero o del sector de los seguros. Por razón de la exclusividad de su objeto o de la autorización administrativa del ejercicio de la actividad, estas entidades quedan sometidas a específicas limitaciones legales y a las correspondientes sanciones en caso de no mantener su actividad económica dentro del ámbito de su concesión<sup>130</sup>.

### 1.3 Transmisión de bienes, capitalización y plan de negocio

De otro lado, se trata, en una primera instancia, de delimitar el patrimonio fundacional de la sociedad a través de la transmisión de los activos necesarios para fomentar la inversión en estas entidades por parte terceros. A esto se ha de unir que, tanto por su autonomía patrimonial como por su específica actividad económica, las sociedades de propósito especial constituyen una realidad subjetivada distinta de la entidad que las funda inicialmente y que promueve su creación. El expediente de la personalidad jurídica de las entidades no nos es una realidad ajena, pero, desde un punto de vista causal, además del ánimo de lucro o el reparto de ganancias que identifica las sociedades de capital, lo que constituye un rasgo tipológico particular de estas sociedades es su «propósito o cometido especial» (*Special Purpose* en la terminología anglosajona y *Zweckgesellschaft* en la terminología alemana).

Ello trae causa, en primer lugar, de la pretensión de separar las responsabilidades no solo de gestión, sino también por las deudas que se puedan ocasionar, y en último externo, de mantener la entidad como una realidad autónoma en caso de insolvencia (*remote bankruptcy*)<sup>131</sup>. A tal fin ha de quedar bien definida la relación existente entre el sponsor y la sociedad de propósito espe-

---

(Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo), ed. Bosch Wolters Kluwer, Hospitalet de Llobregat (Barcelona), pp. 187-239, pp. 195 ss.

<sup>129</sup> Sobre esta cuestión puede HERNANDO CEBRIÁ, L., «La configuración estatutaria del deber de diligente administración», *Revista de derecho de Sociedades*, núm. 34, 2010-1, pp. 125-165.

<sup>130</sup> En este sentido, BOSS, J., *Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungszweckgesellschaften*, cit., pp. 44-5; y ZEREY, J. C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», cit., p. 27.

<sup>131</sup> Asimismo, en relación la utilización de las entidades de propósito especial en la titulización de CDOs (*collateralised debt obligations*) o instrumentos financieros referenciados con activos subyacentes,

cial. Pero, en este caso, la entrega de los elementos no se realiza a modo de aportación al capital, por lo que la sociedad generalmente no cuenta con una capitalización relevante. Las aportaciones al capital de la sociedad pierden en estos supuestos trascendencia, y la solvencia de la entidad por una insuficiente capitalización tiende a ser sustituida por la transmisión de bienes, de diferente naturaleza, con origen en un contrato compraventa entre el sponsor y la sociedad de propósito especial. La venta conlleva, de otro lado, una contraprestación en virtud de la fijación del precio, cuyo pago es aplazado a fin de que la sociedad obtenga la liquidez suficiente, mediante la realización de su cometido, para dar cumplimiento a tal obligación<sup>132</sup>.

Este modo de actuar excluye, por consiguiente, la aplicación del régimen de aportaciones no dinerarias en las sociedades capital y las cautelas que, en su caso, impone su regulación (cfr., art. 42.1, letra d y 63 y siguientes de la Ley de sociedades de capital). Asimismo, cuando se trate de la cesión de créditos, en particular en la llamada titulización sintética<sup>133</sup>, que no de su aportación a la sociedad (cfr., art. 65 LSC), salvo que se trate de créditos a la orden o al portador, la nominatividad del acreedor exigirá la comunicación al deudor de su cesión a la sociedad de propósito especial (cfr., art. 347 y 348 CCom). Pero una vez integrada en la sociedad, y salvo imprevisibles pactos de no cesibilidad mediante las llamadas cláusulas de cambio de control, tales créditos, así como las deudas que genere la actividad, podrán circular luego sin restricción ni comunicación alguna con la transmisión de las acciones o, en menor medida, de las participaciones sociales de la «sociedad vehicular».

---

DUNAWAY, B, «Law of Distressed Real Estate, Special Purpose Entity (SPEISPV) and Bankruptcy Remoteness», *Law Of Distressed Real Estate*, ed. Thomson Reuters, 2010, § 56:4.

<sup>132</sup> En todo caso, sobre las críticas a la función del capital como cifra de retención en favor de los acreedores pueden verse, ENRIQUES, L./MACEY, J. «Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules», *Cornell Law Review*, vol. 86, núm. 6, 2001, pp. 1165-1204; y entre nosotros GARCÍA MANDALONIZ, M., «El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social», *Simplificar el Derecho de sociedades* (dir. S. Hierro Anibarro), ed. Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 253-348; y MIOLA, M., «Tutela de los acreedores en las sociedades de capital y técnicas alternativas: el debate entre la tradición europea continental y el punto de vista anglosajón», en AA. VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma* (dir. C. Alonso Ledesma/A. Alonso Ureba/G. Esteban Velasco), t. II, Aranzadi, Cizur Menor, 2011, pp. 19-66.

<sup>133</sup> Por muchos, WATSON, R./CARTER, J, *Asset Securitisation and Synthetic Structures*, Londres, 2006; y en el ámbito de las SPEs, BOSS, J., *Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungszweckgesellschaften*, cit., pp. 44-5, y ZEREY, J. C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», cit., p. 27. Respecto de la titulación de activos, en la distinción entre la titulaciones sintéticas y aquellas otras que vengan representadas por unos valores respaldados por activos (*Asset-Backed Securities –ABS–*), también en el caso de llamada «venta en firme», GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 23; ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., p. 267 ss.; y CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS (Konsolidierungsprüfung von Zweckgesellschaften)*, ed. Springer Fachmedien, Wiesbaden, 2014, esp. p. 31 ss.

Por ello, un elemento axial de toda esta relación tiene que ver con la realización de esta venta en firme, no como aportación ni como préstamo entre entidades, puesto que, en su caso, podría ser calificado como una operación vinculada o entre personas especialmente relacionadas<sup>134</sup>. Dicha calificación puede tener mejor cabida cuando se trate de entidades de mera tenencia, con mayor significación en las de corte financiero, que carezcan de trabajadores o contratos con terceros, tal y como sí sucede, por otro lado, en las entidades para la ejecución de proyectos empresariales. En estas sociedades de propósito especial, por lo tanto, las aportaciones al capital frecuentemente tienen *ab initio* un carácter residual respecto del conjunto patrimonial vinculado a la sociedad. Adquiere, sin embargo, una mayor significación la previsión de flujos de caja (*cash flows*) y de gestión de riesgo en la confección de la entidad a través de un plan de negocio. Estos son los factores que, en suma, restringen las posibilidades de que puedan darse situaciones que supongan la insolvencia y, con ello, la declaración del concurso de la entidad<sup>135</sup>.

Diferente del supuesto anterior, sin embargo, será la previsión contenida en el artículo 393 de la Ley de sociedades de capital. Según su apartado segundo, los estatutos sociales, tanto de las sociedades anónimas como de las sociedades limitadas, podrán establecer, en favor de alguno o varios de los socios, que la cuota resultante de la liquidación sea satisfecha *in natura*. Esto puede tener lugar mediante la restitución de las aportaciones no dinerarias realizadas o mediante la entrega de otros bienes sociales, según queden especificados. En todo caso, para que dicha solución sea aplicable es necesario que la sociedad tenga la liquidez suficiente para atender a sus deudas sin necesidad de liquidación de estos bienes. A tal fin, los liquidadores deberán enajenar primero los restantes bienes sociales y si, una vez satisfechos los

---

<sup>134</sup> Acerca de estas transacciones, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties: The Future of the Special Purpose Entity», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 27, 2012, pp. 227-260, pp. 234-7; y HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 214.

<sup>135</sup> Al respecto, GORTON, G./ SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 9. DRINHAUSEN, F., «Gesellschaftsrechtliche Behandlung», cit., p. 61, alude a las cuestiones de financiación de la SPE, en relación con una programación de negocio (*business plan*), y a la asunción de obligaciones de financiación adicional (*nachschusspflichten*), según las necesidades de liquidez de la entidad. Asimismo, HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., pp. 216-7, sobre las cuestiones referidas a las necesidades de liquidez de la SPE, las opciones de que la sociedad patrocinadora conceda asistencia financiera a la SPE y las garantías por conversión de moneda. Con carácter general, entre nosotros, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «El nuevo «test de balance» bajo las normas contables internacionales», *Revista de derecho mercantil*, núm. 279, 2011, pp. 37-98.

acreedores, el activo resultante fuese insuficiente para satisfacer al resto de socios su correspondiente cuota de liquidación, los socios con derecho a percibirla en especie deberán pagar previamente en dinero a los demás la diferencia que les corresponda.

La exigencia de que los socios realicen sus aportaciones al capital, sin embargo, no da lugar a una compraventa del bien en favor de la sociedad, sino a una efectiva aportación patrimonial al capital. Ahora bien, el «derecho al rescate» del bien aportado aproxima esta transmisión a la concesión de una titularidad fiduciaria en favor la sociedad, que deja en manos de los administradores, y en su caso de la Junta general, su destino, según la confianza depositada en ellos (cfr. art. 160.f LSC)<sup>136</sup>. En tal supuesto, el liquidador, si se diera esta posibilidad, después de atender los derechos de pago de los acreedores sociales, debe dar incluso preferencia al socio que tenga reconocido este derecho respecto del resto; quien, a su vez, en último extremo, mantiene una facultad de satisfacer la cuota de liquidación que corresponda a sus consocios con dinero «extrasocial» (cfr., art. 1.056 del Código civil en la partición de la herencia efectuada por el testador)<sup>137</sup>. En todo caso, según el esquema legal predispuesto, la devolución de estos bienes, una vez atendidos los compromisos de la sociedad, ha de tener lugar por su valor real al tiempo de aprobarse el proyecto de división del activo resultante entre los socios.

#### 1.4 Integración en la sociedad de otros sujetos diferentes al sponsor y transmisibilidad

Por otra parte, en la entidad de propósito especial, junto al sponsor, puede advertirse la presencia de otros inversores, bien en el capital, bien como acreedores sociales, que a su vez pueden quedar sujetos, en determinadas condiciones o términos, a pactos de no reclamación (*non o limited recourse*) frente a la entidad promotora<sup>138</sup>. El sponsor o los promotores del proyecto sponsor pue-

---

<sup>136</sup> Tras la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, la junta general será el órgano competente para decidir la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales, entendidos como tales, con carácter presuntivo, cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado.

<sup>137</sup> En términos similares a lo que ocurre con la satisfacción de la legítima del resto de herederos con «patrimonio extrahereditario» por el heredero adjudicatario de la empresa o de las acciones o participaciones sociales que le confieran el control de una sociedad de capital o de un grupo de sociedades.

<sup>138</sup> Sobre estas cuestiones, en el marco del «Project finance», asimismo, VAÑÓ VAÑÓ, M. J., *El contrato de «project finance»*, cit., pp. 153-4.

den mantener la titularidad de la sociedad de propósito especial entre los constituyentes, lo que les permite decidir posteriormente sobre la venta en bloque de sus acciones o participaciones, o bien pueden «socializarla», dando entrada a nuevos inversores en el capital social.

Dejando a un lado el espinoso asunto de las SICAV y su utilización fraudulenta cuando no se den situaciones de efectiva inversión colectiva, sino que, bajo su amparo, se presenten situaciones de «socios controladores» y «socios de complacencia», la sociedad de propósito especial también puede servir, aunque no será lo más frecuente, para aunar en su base social diversos inversores. Alternativamente, la inversión en la sociedad puede tener lugar de forma externa, sin participación en el capital social, mediante la emisión de obligaciones, posibilidad también admitida cuando adopte la forma de sociedad limitada (cfr. 401.1. LSC, tras la modificación llevada a cabo por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial)<sup>139</sup>.

Por último, a efectos conceder a la entidad de propósito especial un carácter vehicular, seguramente la forma que mejor se adapte a esta finalidad sea la de la sociedad anónima, merced a su natural carácter abierto, frente a las restricciones legales que presenta el régimen de transmisión voluntaria por actos inter vivos de las participaciones de las sociedades limitadas (cfr., art. 107 LSC). Se ha de hacer excepción en el caso de su unipersonalidad, que coloca, desde esta perspectiva, al socio único, a falta de otros socios, *de facto*, en una posición propicia para la libre transmisibilidad de sus participaciones sociales<sup>140</sup>. Con todo, como se verá, la tenencia de una participación en el capital puede no ser un factor determinante para el ejercicio del control sobre estas sociedades, puesto que la delimitación de su objeto, a la cual se pueden unir otras limitaciones de duración y funcionamiento, puede dar lugar a situaciones de control de corte contractual o material, escapando con ello de los márgenes clásicos de los esquemas de la consolidación contable<sup>141</sup>.

---

<sup>139</sup> HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., pp. 91-2, destaca la conveniencia de adoptar la forma que mejor sirva para lograr los objetivos del proyecto e involucrar tanto a los participantes locales como a los inversores, al paso que delimite la fijación de riesgos o la propiedad del bien resultante del proyecto; y todo ello en relación con la financiación, el suministro de bienes, o la intermediación de agencias de calificación y de agencias colocadoras de obligaciones de la SPE.

<sup>140</sup> Según KRAUSE, M./ZEREY, J. C., «Investment- und versicherungsaufsichtsrechtliche Implikationen für Zweckgesellschaften», cit., pp. 116-7, una SPE puede acoger un instrumento financiero que sea titularidad de una única persona que tenga el control de un solo bien que componga el patrimonio de la entidad; pero igualmente puede servir a una pluralidad de inversores, de modo que se coloque en una posición intermedia entre una sociedad tenedora (*holding*) y un fondo de inversión.

<sup>141</sup> Sobre esta teoría contractualista del control, CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS*, cit., p. 202 ss.

## 2. MENCIONES CONSTITUTIVAS EN LA SOCIEDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL

### 2.1 Domicilio y denominación

Ya se ha hecho referencia a las específicas relaciones entre el capital aportado y las transacciones entre la sociedad y el sponsor, así como a las que en su caso vinculan a la sociedad de propósito especial con éste y que serán luego tratadas con mayor profundidad. Además de aquellos aspectos que atañen a la causa y al objeto de la sociedad de propósito especial, otros son recogidos dentro del marco estatutario de las sociedades de capital. Ciertamente la inclusión de esta tipología de sociedades en la denominación social dotaría a la figura de una autonomía formal de la que hoy carece, como sucede, en la actualidad, entre otras, con la calificación registral en las sociedades profesionales, en las sociedades laborales o en las instituciones de inversión colectiva. Es más, el añadido de las siglas S. P. E. en la denominación social, como sociedad de propósito especial, no diferiría del acrónimo utilizado en el ámbito internacional, en relación con su identificación como *Special Purpose Entities*.

Por otra parte, la fijación del domicilio es otro aspecto relevante en la conformación de estas entidades, y generalmente obedece a razones fiscales o regulatorias, que dan lugar a la consideración de la entidad como *off-shore*, esto es, a su domiciliación en Estados considerados como paraísos fiscales. Pero las opciones de radicación de la sede social se ven limitadas, al mismo tiempo, por la necesidad de la «domiciliación» en territorio nacional cuando la sociedad tenga en España su efectiva administración y dirección, o su principal establecimiento o explotación (cfr., art. 9 LSC)<sup>142</sup>. En estos casos, como puede ser fácilmente advertido, las sociedades de propósito especial de carácter financiero, sin necesidad de principal establecimiento o explotación, gozan de una amplia libertad para ubicar su domicilio en el territorio donde crean más oportuno o donde las condiciones regulatorias les sean más favorables<sup>143</sup>. En

---

<sup>142</sup> En relación con la libertad de constitución y la fijación del domicilio según el principio de «sede real», pueden verse las Sentencias del Tribunal de Justicia Europeo de 9 de marzo de 1999, en el caso *Centros Ltd.*; de 5 de diciembre de 2002, en el caso *Überseering BV*; de 30 de septiembre de 2003, en el caso *Inspire Art Ltd.*; de 29 de noviembre de 2011, en el caso *National Grid Indus.*; de 21 de junio de 2012, en el caso *Susisaloy*; y de 20 de junio de 2013, en el caso *Impacto Azul Lda*. In *extenso*, RODAS PAREDES, P., *Libertad de establecimiento y movilidad internacional de las sociedades mercantiles*, ed. Comares, Granada, 2011.

<sup>143</sup> DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», cit., p. 38, destaca la radicación de las SPE en Europa en la Islas del Canal, Luxemburgo, Irlanda u Holanda, por su tratamiento fiscal favorable. El «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Report on Special Purpose Entities*, cit.), p. 75, añade a Jersey y al Reino Unido en el marco de las juris-



tal sentido, el llamado «arbitraje regulatorio», en relación con el control administrativo de la actividad financiera, junto con las formas autorizadas para organizar esta actividad, juegan un papel relevante a la hora de la determinación del lugar de radicación del domicilio social<sup>144</sup>.

Por el contrario, las sociedades de propósito específico empresarial, dentro del marco de las actividades realizadas o de la radicación de sus activos, encuentran mayores limitaciones para variar la jurisdicción en atención al lugar donde radique su principal establecimiento o explotación. Es más, en determinados territorios, la necesidad de contar con capital nacional o la exigencia normativa de la fijación de la sede en el país donde la tenga lugar el proyecto conlleva serias restricciones a la libertad de establecimiento, que resultan acompañadas, por lo general, de la obtención de beneficios fiscales o de la licencia de explotación. Todo ello sin perjuicio de aquellas otras actividades no estrictamente empresariales, sino profesionales o vinculadas a actividades económicas de carácter personal en relación con la atribución del lugar de residencia fiscal de su titular –tal es el caso de la explotación derechos de imagen o asociados a la propiedad intelectual–<sup>145</sup>.

## 2.2 Duración

En este orden de cosas, la sociedad de propósito especial, por lo general, engarza su existencia a los activos que le son transferidos. Tampoco esto es ajeno a las estructuras normativas de nuestras sociedades de capital. Si, de un lado, cabe que los estatutos señalen una determinada duración, que no necesariamente debiera entenderse en términos estrictamente temporales (*vid.* art. 25 LSC, en relación con el artículo 118 LSC), de otro, la falta de explotación del objeto social de forma ininterrumpida es causa de disolución de la sociedad.

---

dicciones favorables para las SPE financieras, mientras que fuera de Europa destaca las Islas Caimán para las *off-shore* y el Estado de Delaware para las *on-shore*, así como la intermediación de las *Stichtings* en Holanda y de vehículos para las *Residential Mortgage Backed Securities* («RMBS») en Reino Unido y Holanda.

<sup>144</sup> La necesaria transparencia de las sociedades cuyas acciones se negocien en un mercado distinto del de su constitución y de la normativa en este caso aplicable es tratada en la letra F del Título III de los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance, cit.)*, p. 35.

<sup>145</sup> *In extenso*, VENDRELL CERVANTES, C., *El mercado de los derechos de imagen. El consentimiento o autorización para la intromisión en los derechos de la personalidad y la transmisión de derechos de imagen*, Cizur Menor (Navarra), ed. Thomson Reuters-Aranzadi, 2014; y ANTEQUERA PARILLI, R., *Derechos intelectuales y derecho a la imagen en la jurisprudencia comparada*, ed. Fundación AISGE, Madrid, 2012.

Tampoco esto excluye que puedan existir «sociedades inactivas», por cuanto esta causa de disolución legal no se equipara a la disolución de pleno derecho (cfr., art. 363 LSC). Ahora bien, cuando los estatutos hayan fijado un término de duración de la sociedad, su transcurso sí que constituye causa de disolución de pleno derecho, salvo que con anterioridad se hubiera acordado expresamente su prórroga y ésta hubiese sido inscrita en el Registro Mercantil, pues con posterioridad no cabrá la reactivación de la sociedad disuelta (cfr., arts. 360 y 370 LSC).

Será frecuente que las sociedades de propósito especial tengan fijada su duración en consideración al cumplimiento del cometido para el que se constituyen. En unos casos los activos financieros transferidos tendrán señaladas unas fechas de vencimiento para el cobro de los derechos que lleven incorporados (*madurity*); en otros los activos tendrán una vida útil determinada. Pero también puede ser que los instrumentos financieros puedan ser repuestos por otros nuevos y que las sociedades de carácter financiero puedan emitir nuevas obligaciones para atender a sus pagos (esto es lo que se conoce como *ever-green structure* o «estructura perenne»). También, desde la perspectiva de los fondos de titulización, los artículos 20 y 21 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, distinguen entre los fondos «cerrados» o «abiertos», según si sus escrituras de constitución prevén o no incorporaciones de activos o de pasivos después de su constitución. Y todo aun cuando los fondos «cerrados» puedan incorporar ciertos activos y pasivos hasta un volumen dentro de un plazo máximo de cuatro meses desde su constitución, y los fondos «abiertos» requieran tal previsión en su escritura de constitución.

De otro lado, en las sociedades de proyectos la sociedad creada al efecto puede tener en principio la misma duración que tenga reconocida para la explotación de la instalación o de la obra ejecutada. Así ocurrirá, en particular, cuando la vigencia de la sociedad quede vinculada a determinadas concesiones administrativas de duración determinada. En su defecto, la duración de la sociedad puede resultar acompañada a la vida útil de la obra o de la instalación que haya ejecutado, sin perjuicio de las actualizaciones o reformas, como actos de mejora o mantenimiento, que permitan su continuidad. En tales términos, tampoco nada excluye que mientras el propósito especial se mantenga, la sociedad pueda constituirse, en principio, con una duración indeterminada o indefinida<sup>146</sup>.

---

<sup>146</sup> Con carácter general este supuesto también es tratado por GRIMALDOS GARCÍA, M. I., «Disolución, liquidación y extinción», *Derecho de sociedades de capital: estudio de la Ley de sociedades de capital y legislación complementaria*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2016, pp. 417-440, p. 422.

### 2.3 La gestión de la sociedad de propósito especial

En otro orden de cosas, la separación entre el sponsor y la sociedad de propósito especial no solo requiere una mera separación de corte patrimonial, sino, asimismo, en la gestión del patrimonio creado, lo cual exige que la sociedad mantenga una división orgánica y una administración diferenciada para un adecuado cumplimiento de sus obligaciones organizativas y contables. En este punto, la sociedad de propósito especial se puede decir que ha de disponer de una administración independiente desde un punto de vista formal, pero que, a su vez, su administración ha de ser considerada «autopilotada», como consecuencia de las relaciones que se establecen en su constitución entre la entidad sponsor y la sociedad<sup>147</sup>.

Los pactos constitutivos pueden fijar *ex ante* los criterios de distribución de las ganancias o de su atribución para el pago del precio por la venta de activos o las relaciones existentes entre el sponsor y la sociedad de propósito específico. En igual medida, el sponsor, en la creación de la entidad, puede modelar, con mayor o menor detalle, los criterios que sirvan para la gestión de la sociedad y el desarrollo de los principales asuntos que afecten a la actividad económica. La ordenación de los aspectos esenciales que atañen a la administración se completa con la introducción de limitaciones a su variación, de modo que, por distintas vías, preferentemente contractuales, ésta queda sometida a la autorización de los creadores o patrocinadores.

También se ha de considerar que en las sociedades de propósito especial de carácter financiero la función administrativa puede ser meramente ejecutoria en el cobro de los intereses y los rendimientos generados por los activos, particularmente en las sociedades de mera tenencia, donde se puede hablar de estructuras de gobierno pasivo (*passively managed*). Así, en el ámbito de la gestión de patrimonios se puede advertir la intermediación de sociedades gestoras dedicadas a esta función. En otros casos, sin embargo, como los de las sociedades de carácter empresarial, la gestión de la actividad para el desarrollo

---

<sup>147</sup> Así lo advierte la Interpretación SIC 12, publicada por la IASB, p. 2377, en referencia a las entidades de cometido especial, cuando señala que «Las ECE se crean, a menudo, sujetas a condiciones legales que imponen límites estrictos, y a veces permanentes, a los poderes que sus órganos de gobierno, consejeros o directivos poseen sobre las operaciones de la entidad. Con frecuencia, tales condiciones establecen que la política que guía las actividades llevadas a cabo por la ECE no puede ser modificada más que, en su caso, por los creadores o patrocinadores de las mismas (es decir, operan en un régimen que se podría denominar «autopilotado»)). Y asimismo, posteriormente, en el análisis de la IASB (*International Accounting Standards Board*) de la NIIF 10, sobre las cuentas anuales consolidadas, y de la NIIF 12, sobre la información de inversiones en otras entidades (*Effect analysis on NIIF 10 Consolidated Financial Statements and NIIF 12 Disclosure of Interests in Other Entities*), septiembre 2011, p. 33.

del proyecto requerirá una actuación proactiva en la consecución del propósito establecido (*actively managed*)<sup>148</sup>. Ésta, en todo caso se habrá de desarrollar con cumplimiento de los requisitos legales que reclama el deber general de diligencia respecto de los administradores sociales (artículo 225 LSC)<sup>149</sup>.

El primer caso, esto es, en el del ejercicio de actividades financieras bajo estructuras de «gobierno pasivo», se podría incluso cuestionar la existencia misma de una sociedad, y su mejor encaje en el marco de las comunidades de bienes, a falta de una explotación económica de la actividad. La mercantilidad por la forma que se predica para las sociedades de capital, sin embargo, no permite auspiciar meras formas de tenencia o de goce de una cosa o de un derecho (cfr., art. 392 del Código civil). Si bien la sociedad puede tener por objeto cosas determinadas, su uso, o sus frutos, o una empresa señalada, o, incluso el ejercicio de una profesión o arte (cfr., art. 1678 C.c., materia que se puede enlazar con el carácter obligatorio de las sociedades profesionales<sup>150</sup>), la *vis atractiva* de la sociedad se ha de poner en relación con la función que está desinada a desempeñar<sup>151</sup>.

Por lo tanto, cuando en las entidades de propósito financiero se reconozca únicamente un bien o un conjunto de bienes que no requieran actos de gestión para su destino en la organización, esta visión de la propiedad en sentido jurídico-técnico lleva necesariamente a la remisión al régimen de la comunidad de bienes, y, con ello, a los denominados «fondos de inversión». Los derechos del comunero, derivados de la propiedad y el goce de la cosa común, tienen naturaleza real, lo cual le permite participar en la posesión del bien y en la obtención de los frutos. La gestión de la sociedad, sin embargo, obedece a la explo-

---

<sup>148</sup> Distinción también contemplada en el «Informe sobre las entidades de propósito especial» de 2009 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea («Report on Special Purpose Entities», cit.), p. 64, e incorporada en nuestro sistema, dentro del marco de los fondos de titulización abiertos, en la letra c del artículo 21 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que impone que la política de gestión activa conste de forma detallada en la escritura de constitución y en el folleto de emisión, en relación con la modificación, que no la mera sustitución, de los elementos patrimoniales del activo del fondo.

<sup>149</sup> En tal sentido, el artículo 21 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, explicita que la «gestión activa» de los fondos de titulización «abiertos» ha de tratar de maximizar la rentabilidad, garantizar la calidad de los activos, llevar a cabo un tratamiento adecuado del riesgo o mantener las condiciones establecidas en la escritura. En general, sobre los deberes fiduciarios de los *independent directors*, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., pp. 252-3.

<sup>150</sup> Véase la Ley 2/2007, de 15 de marzo, de sociedades profesionales, que obliga a su constitución cuando la sociedad tenga por objeto social el ejercicio en común de una actividad profesional y la exclusividad de su objeto al desarrollo actividades profesionales, lo cual no impide que la sociedad pueda tener carácter multidisciplinar.

<sup>151</sup> La relevancia de la referencia al ejercicio de una actividad empresarial sobre la base de la expedición del nombre que la identifique en el mercado es destacada por GONDRA ROMERO, J. M., «La estructura jurídica de la empresa», *Revista de derecho mercantil*, núm. 228, 1998, pp. 493-592, p. 511.

tación de la empresa como una realidad dinámica y funcional, que se superpone a los bienes, incluso desde un punto de vista patrimonial, por lo que el socio adquiere una cualidad jurídico-personal, una especial relación jurídica que se manifiesta en una atribución de derechos de naturaleza patrimonial y administrativa <sup>152</sup>.

En todo caso, la existencia de la sociedad impone una vocación hacia la realización de una actividad empresarial que requiera una cierta gestión (véase, como principio rector, que la conclusión de la empresa que constituya su objeto es causa legal de disolución según los artículos 221.1.<sup>a</sup> CCo. y 363.1.b. LSC). La mera tenencia de bienes o derechos contradice lo anterior, de modo que la comunidad de bienes, como forma de explotación de la empresa, y la sociedad, como expediente técnico para la mera tenencia de bienes y derechos, constituyen dos perspectivas contrapuestas <sup>153</sup>. Cuestión aparte, desde el punto de vista de su naturaleza jurídica, será que el *nomen iuris* atribuido a la comunidad, cuando tenga por objeto la realización de la actividad empresarial en común manifestada al exterior, deba reconducirse, a falta del cumplimiento de los requisitos legales, al ámbito de la sociedad de hecho; o que, *sensu contrario* la sociedad constituida según las formalidades legales, generalmente sociedades de capital, que no realice actividades económicas, deba disolverse, y tras pasar por el tránsito de la liquidación, pueda «transformarse» *de facto*, si cabe en una mera sociedad de medios o, en su defecto, en comunidad de bienes <sup>154</sup>.

Tras el excurso anterior, se ha de destacar que tampoco una estructura de gobierno pasivo comporta necesariamente la subsunción de la figura fuera del marco de las sociedades, puesto que la atención se ha de fijar en la realización efectiva de una explotación económica. Y ello aun cuando la falta de personal dependiente en la organización pueda ser un factor indiciario de esta falta de explotación, como elemento natural en las organizaciones empresariales <sup>155</sup>.

---

<sup>152</sup> Así se pronuncia GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., p. 83, en tanto que en la sociedad los bienes están en función de la actividad, mientras que en la comunidad la actividad está en función del bien y su goce. Respecto a la distinción de la sociedad y la comunidad, en especial por las posiciones jurídicas asumidas por el socio y por el comunero, DE LOS RÍOS SÁNCHEZ, J. M., *Comunidad de bienes y empresa: un replanteamiento de las relaciones entre comunidad y sociedad*, ed. McGraw-Hill Interamericana de España, Madrid, 1997, pp. 122-130.

<sup>153</sup> Tampoco GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., p. 84, considera admisible la actuación en el tráfico mercantil de las distintas formas de comunidad.

<sup>154</sup> En el desarrollo jurisprudencial de la distinción puede verse, por todos, GRIMALDOS GARCÍA, M. I., «¿Sociedad interna o comunidad de bienes? Los criterios de distinción en nuestra jurisprudencia. A propósito de la STS de 17 de julio de 2012», *Diario La Ley*, núm. 8056, 2013.

<sup>155</sup> Sobre la falta de personal a cargo de la entidad de propósito especial, LUO T./WARFIELD, T., «The Implementation Effects of Expanded Consolidation», cit., p. 543; y GORTON, G./ SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 1.

En las entidades de propósito especial, la gestión se «contractualiza», esto es, queda planificada en la constitución, de modo que las funciones que los artículos 249 bis y 529 ter de la Ley de sociedades de capital fijan como indelegables –este último contiene una específica mención a ellas en su letra g– son ordenadas *ex ante* en la relación entre el administrador y la sociedad, o de forma mediata, previa la instrucción del sponsor. Así, en particular, la referencia a la aprobación del plan estratégico o de negocio, los objetivos de gestión y los presupuestos anuales, la política de inversiones y de financiación, la política de responsabilidad social corporativa y la política de dividendos, son aspectos que se desplazan del Consejo de administración al diseño adoptado en el plan de negocio (*Business Plan*), creando así una suerte de «sociedad automática» desde el punto de vista de la llevanza de su gestión.

Por otro lado, en consideración a la pretensión de mantener la sociedad de propósito especial como una realidad separada, sus administradores son designados como una figura autónoma respecto del sponsor. Con ello se trata de evitar que pueda tener lugar una vinculación entre la sociedad sponsor y la sociedad de propósito especial que luego se traduzca en una extensión o comunicación de las deudas y de la responsabilidad de la una a la otra (cfr., art. 529 duodecies, 4 LSC en relación con la figura de los administradores independientes en las sociedades cotizadas)<sup>156</sup>. Adicionalmente, la designación de un administrador independiente trata de dar una apariencia al mercado, en concreto a los inversionistas, de que su actuación lo será en interés exclusivo de la sociedad que representa, toda vez que queda desprovisto de la influencia dominical de la entidad sponsor (cfr., art. 227 LSC). Pero, al mismo tiempo, no se puede obviar que, en el plano interno, el administrador se encuentra sujeto al cumplimiento de unos compromisos contractuales que vinculan a la sociedad con su promotora.

## 2.4 Menciones especiales

### 2.4.1 EL SPONSOR COMO «PROVEEDOR DE SERVICIOS CORPORATIVOS»

En cualquier caso, la designación de uno o varios administradores independientes obedece a la conveniencia de mantener separados los intereses de

---

<sup>156</sup> Destacan este aspecto de la relación, sobre el cual pivotan los distintos compromisos asumidos por las partes implicadas, DUNAWAY, B., «Law of Distressed Real Estate, Special Purpose Entity», cit., § 56:33; HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 214; y CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities (Barely) Survive First Bankruptcy Test», *Probate & Property*, vol. 25, 2011, pp. 31-35, p. 31.

la sociedad de propósito especial de cualquier decisión o influencia proveniente del sponsor, a fin de conferir credibilidad al mercado acerca de la autonomía de la sociedad. En todo este marco de relaciones, la vinculación ente la sociedad de propósito especial y la entidad sponsor se articula, directa o indirectamente, a través de un contrato de arrendamientos de servicios, que queda configurado como un contrato de gestión. Así las cosas, el sponsor recibe una retribución a través de esta específica vía contractual, como «prestador de servicios corporativos» (*corporate service provider*)<sup>157</sup>.

Por otra parte, como entidad autónoma, y como no puede ser de otra manera, la sociedad de propósito especial habrá de cumplir con todas las obliga-

---

<sup>157</sup> A título indicativo, el artículo 2 de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, incluye, entre los sujetos obligados, a los «profesionales independientes» que «participen en la organización de las aportaciones necesarias para la creación, el funcionamiento o la gestión de empresas o la creación, el funcionamiento o la gestión de fideicomisos («trusts»), sociedades o estructuras análogas, o cuando actúen por cuenta de clientes en cualquier operación financiera»; y a quienes «presten los siguientes servicios a terceros: constituir sociedades u otras personas jurídicas; ejercer funciones de dirección o secretaría de una sociedad, socio de una asociación o funciones similares en relación con otras personas jurídicas o disponer que otra persona ejerza dichas funciones; facilitar un domicilio social o una dirección comercial, postal, administrativa y otros servicios afines a una sociedad, una asociación o cualquier otro instrumento o persona jurídica; ejercer funciones de fideicomisario en un fideicomiso («trust») expreso o instrumento jurídico similar o disponer que otra persona ejerza dichas funciones; o ejercer funciones de accionista por cuenta de otra persona... o disponer que otra persona ejerza dichas funciones». En este punto véase que la Directiva (UE) 2015/849, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, por la que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, y se derogan la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2006/70/CE de la Comisión; junto con el Reglamento (UE) 2015/847, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, relativo a la información que acompaña a las transferencias de fondos y por el que se deroga el Reglamento (CE) no 1781/2006, a partir del 26 de junio de 2017. El artículo 47 de la Directiva (UE) 2015/849 prevé que los Estados miembros dispondrán que los proveedores de servicios a sociedades o fideicomisos estén sujetos a la obligación de obtener licencia o de registrarse, e impone que las autoridades competentes se hayan de cerciorar de la honorabilidad y profesionalidad de las personas que desempeñen en ellas tareas de gestión u ostenten su titularidad real de las mismas y adopten las medidas necesarias para evitar que intervengan en ellas los delincuentes condenados por estos delitos o sus cómplices. Por otra parte, el artículo 3 de la Directiva incluye, en su número séptimo, un concepto de «proveedor de servicios a sociedades o fideicomisos» referido a los servicios de constitución de sociedades u otras personas jurídicas; funciones de dirección o secretaría de una sociedad, socio de una asociación o funciones similares en relación con otras personas jurídicas, o la disposición de otra persona para que ejerza dichas funciones; provisión de un domicilio social o una dirección comercial, postal, administrativa y otros servicios afines a una sociedad, una asociación o cualquier otra persona o estructura jurídica; las funciones de fideicomisario en un fideicomiso expreso o estructura jurídica similar, o la disposición de otra persona para que ejerza dichas funciones; y el ejercicio de funciones de accionista nominal por cuenta de otra persona. Asimismo, en la línea de las Instituciones de Inversión Colectiva, la letra f del apartado primero del artículo 29 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, incorpora las exigencias de la honorabilidad, conocimientos y experiencia adecuados tanto de, al menos, la mayoría de los miembros del Consejo de administración de la sociedad gestora de un fondo de titulización, como de sus directores generales o asimilados.

ciones derivadas de la forma social que adopte, que incluye no solamente la redacción de las actas de los órganos colegiados y la correcta llevanza de los libros-registros correspondientes, sino también de los libros contables obligatorios y de la formulación, aprobación y depósito de las cuentas anuales. Ahora bien, la labor que llevan a cabo los «administradores independientes», sin perjuicio del cumplimiento de sus obligaciones legales y la responsabilidad derivada de su falta de seguimiento, es meramente formal o de revisión de lo anterior, puesto que su labor material queda en manos del sponsor o de la persona o entidad que ha de prestar el «servicio corporativo» y que recibe la oportuna retribución por esta labor. Esto tampoco es ajeno a la realidad de nuestras sociedades mercantiles, en las que es frecuente que esta actividad material de este deber, por su carácter técnico, sea encomendada a otras personas, asesores o gestores, o como, en el caso presente, a los «prestadores de servicios corporativos»<sup>158</sup>.

Es más, el heteroorganicismo que caracteriza a la sociedad de capital, junto con la designación de «administradores independientes», exigen al sponsor de la obligación de recabar el consentimiento de la Junta general. En efecto, el artículo 220 de la Ley de sociedades de capital requiere, en la sociedad de responsabilidad limitada, el acuerdo de la junta general para el establecimiento o la modificación de cualquier clase de relaciones de prestación de servicios o de obra entre la sociedad y sus administradores. No obstante esta previsión, el sponsor no participará formalmente en la administración y, en principio, tampoco puede imputársele la condición de «administrador de hecho» sobre la base de una pretendida «administración inducida» *ex ante* (cfr., art. 236.3 LSC). Para ello sería preciso que el administrador nominal actuara bajo sus instrucciones. Esto no quita, sin embargo, para que la retribución de los servicios corporativos prestados por el sponsor deba sujetarse a «precios de mercado», tal y como establece la regulación de las sociedades de capital para otros supuestos (cfr., artículo 87 LSC, para las prestaciones accesorias retribuidas de los socios, el artículo 217.4 LSC, para la remuneración de los administradores, o el artículo 230.2 LSC, para la dispensa de las obligaciones del deber de lealtad)<sup>159</sup>.

---

<sup>158</sup> Sobre sus relaciones con los administradores independientes, también en protección de otros inversores distintos del sponsor, CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 35.

<sup>159</sup> En tal sentido, el artículo 30 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, cuando la sociedad gestora de un fondo de titulización realice una «gestión activa», exige que calcule su remuneración, así como la de sus altos directivos y demás empleados cuya actividad profesional incida en la asunción de riesgos, a través de procedimientos acordes con la política de inversión y gestión de riesgos de cada fondo, evitando aquellos incentivos que sean contrarios a dicha política.



## 2.4.2 LIMITACIONES EN LOS PACTOS FUNDACIONES Y MODIFICACIONES ESTATUTARIAS Y RELATIVAS A LA ACTIVIDAD

La realización de determinadas actividades por la sociedad de propósito especial requiere, por lo general, la designación de administradores independientes. Con base en este esquema, la actuación de los administradores puede quedar restringida como consecuencia de los compromisos adquiridos con el sponsor respecto de cualquier decisión que suponga la promoción de la modificación o la sustitución relevante del objeto social. Este mismo criterio es extensible a la prórroga de la sociedad (cfr., art. 346 LSC, en relación con el derecho de separación), la adopción de medidas que supongan modificaciones estructurales de la sociedad o tengan un efecto equivalente, la obligación de consolidación contable (*vid.* art. 42 Cco.) o, lo que es más frecuente, la decisión de adoptar la solicitud de concurso de la entidad. A tales efectos puede ser suficiente con que la entidad patrocinadora mantenga una participación residual en la entidad de propósito especial que le permita ejercer un derecho de veto en la adopción de decisiones en la junta general; o incluso que, dentro de la libertad de pactos que inspira la constitución de las sociedades de capital, inserte estas condiciones entre los pactos de la escritura social (*vid.* art. 28 LSC).

Tales condicionantes también se extienden tanto a otras operaciones sobre activos, como a aquellas decisiones que afecten a activos esenciales o financieros, o a la adquisición no autorizada de activos o de naturaleza, especie y calidad distintos a los activos fungibles que sean objeto de la actividad para la que la sociedad se constituya (*vid.* art. 160.f LSC). Dentro de estos parámetros los referidos pactos incluyen ciertos límites de actuación que alcanzan a la asunción por la sociedad de propósito especial de deuda más allá de la necesaria para su financiación y de la adquisición de bienes para la correcta ejecución del proyecto<sup>160</sup>. *At last but not at least* la necesidad de «encapsular» el patrimonio de la entidad lleva a que previamente se establezca el margen de libertad concedido a los administradores para mantener relaciones con otras sociedades o para la prestación de garantías u otra asistencia financiera (cfr., art. 162 LSC)<sup>161</sup>.

---

<sup>160</sup> Acerca de las limitaciones en la actividad, ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., pp. 185-6.

<sup>161</sup> GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., pp. 9-10, incluyen aquí las restricciones o prohibiciones respecto de operaciones de fusión, consolidación contable, disolución, liquidación, venta de activos o de inversiones financieras y modificaciones estatutarias que afecten a derechos de separación de los socios; así como la incorporación de acuerdos que limiten las transacciones entre entidades filiales o con la sponsor. ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 231, por su parte, pone el acento en las prohibiciones para la SPE de iniciar otras actividades, adquirir otros bienes, fusionarse con otras entidades o adquirir una filial, asumir otras deudas

### 2.4.3 OTROS PACTOS. RELACIONES CON LOS INVERSORES: LA INTERVENCIÓN DE UNA ENTIDAD GESTORA Y POSICIÓN DEL SPONSOR

Tal y como se ha indicado, otro elemento que caracteriza a estas sociedades es la particular relación externa a que da lugar con los inversores, quienes, por sus específicas condiciones, en la expresión importada de la disciplina económica, se sujetan a unos particulares «costes de transacción»<sup>162</sup>. En tal sentido, los inversores habrán de cubrir su posición jurídica en la sociedad mediante la introducción de las garantías, pactos y condiciones que aseguren la devolución de su inversión, en consideración a la capacidad de la sociedad para atender esos pagos y a los flujos previstos de caja.

En la construcción de estas figuras jurídicas nos encontramos con una primera relación directa con el sponsor que las patrocina y que generalmente transmite a la sociedad de propósito especial los activos necesarios para el inicio de su actividad. Pero junto al sponsor pueden aparecer entidades financieras que complementen la inversión y que contribuyan, mediante la prestación de servicios financieros, a la correcta ejecución del proyecto. De forma similar al «depositario» en las sociedades de inversión colectiva de capital variable (cfr., art. 32 LIIC y art. 80 de su Regl.), la sociedad gestora de la inversión en activos e instrumentos financieros o del proyecto empresarial puede aparecer como una figura autónoma dentro de todo este complejo entramado contractual. De este modo la entidad gestora canaliza los derechos de cobro y atiende y ordena los pagos que corren a cargo de la sociedad de propósito especial<sup>163</sup>.

Por otra parte, su interés en la sociedad, particularmente cuando realice labores de financiación (a través del conocido como contrato de inversión garantizada y cuentas de reserva de liquidez –*guaranteed investment contract*

---

diferentes a las que resulten de la gestión ordinaria de los activos y de las necesidades propias de su financiación, y de confusión patrimonial o de prestación de garantías, incluyendo las prendarias sobre los activos, a favor de otra entidad. En todo caso, sobre la obligación de información en estos supuestos, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., pp. 312-3.

<sup>162</sup> En torno a las limitaciones de los acreedores para monitorizar la actividad, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., p. 387; y FELD, K. P., *Bilanzierung von ABS-Transaktionen im NIF-Abschluss – Anwendung von IAS 39 und SIC-12, konzeptionelle Probleme und Folgen für die Abschlussprüfung*, Düsseldorf, 2007, p. 29.

<sup>163</sup> En el marco de los fondos de titulización, el apartado segundo del artículo 26 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, atribuye a las sociedades gestoras aquella responsabilidad que resulte frente a los tenedores de los valores y los restantes acreedores por todos los perjuicios que les cause el incumplimiento de sus obligaciones, mientras que el apartado cuarto del artículo 30 excluye que la delegación pueda eximir a la sociedad gestora de responsabilidad e impide que ésta pueda delegar sus funciones hasta el extremo de convertirse en una mera entidad instrumental. Sobre la figura del *Administrator* o *Verwalter*, por todos, ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., pp. 280-1; y CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS*, cit., p. 27.

(«GIC») and *liquidity reserve accounts*—), puede permitirle la designación de su órgano de administración, siempre y cuando se halle formado por administradores independientes<sup>164</sup>. En último extremo, en las sociedades cuyos inversores sean extranjeros, lo cual tiene lugar con mayor frecuencia en sociedades *off-shore*, las entidades gestoras ocupan la posición de «prestadores de servicios corporativos» en relación con la completa organización societaria. Por otra parte, en el marco de la opacidad que caracteriza a las sociedades radicadas en los llamados «paraísos fiscales» es habitual que estas entidades «prestadoras de servicios corporativos» designen administradores «de confianza», en muchos casos, «hombres de paja» al servicio del ocultamiento del titular real de la sociedad<sup>165</sup>.

Un aspecto particularmente sensible de lo que se acaba de decir se halla en aquellas cuestiones que afectan al orden público. La prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo impone a determinados sujetos, entre ellos las entidades financieras y las sociedades gestoras y de servicios de inversión, por su posición como intermediadores entre el mercado y los agentes económicos, la obligación de identificar al titular real. A tal fin, los sujetos obligados han de adoptar las medidas adecuadas para comprobar su identidad con carácter previo al establecimiento de relaciones de negocio o a la ejecución de cualesquiera operaciones<sup>166</sup>. A este efecto, habrán de recabar información de los clientes para determinar si actúan por cuenta propia o de terceros y conocer la naturaleza de su actividad profesional o empresarial.

Los obligados por esta normativa habrán de adoptar las medidas de diligencia que les son impuestas para comprobar la veracidad de la información

---

<sup>164</sup> Acerca de estas relaciones a tres bandas, ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., pp. 280-1, p. 235-6.

<sup>165</sup> El artículo 3 de la Directiva (UE) 2015/849, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, por la que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, y se derogan la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2006/70/CE de la Comisión, define al «titular real» como «la persona o personas físicas que en último término tengan la propiedad o el control de una persona jurídica a través de la propiedad directa o indirecta de un porcentaje suficiente de acciones o derechos de voto o derechos de propiedad en dicha entidad, incluidas las carteras de acciones al portador, o mediante el control por otros medios, exceptuando las sociedades que coticen en un mercado regulado y que estén sujetas a requisitos de información acordados con el Derecho de la Unión o a normas internacionales equivalentes que garanticen la adecuada transparencia de la información sobre la propiedad» y considera que «El hecho de que una persona física tenga una participación en el capital social del 25 % más una acción o un derecho de propiedad superior al 25 % en el cliente será un indicio de propiedad directa».

<sup>166</sup> Al respecto, el artículo 9 del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo establece los umbrales en un importe superior a mil euros para la ejecución de transferencias electrónicas y a quince mil euros para la ejecución de otras operaciones ocasionales.

que les sea suministrada y de investigación ante indicios que exijan una ulterior revisión. En última instancia deberán abstenerse de ejecutar cualquier operación en la que, por su naturaleza, existan indicios que la relacionen con el blanqueo de capitales o con la financiación del terrorismo. Y, en consecuencia, el sujeto obligado por esta normativa deberá comunicar al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (el Servicio Ejecutivo de la Comisión) cualquier hecho, operación o tentativa, respecto del blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo (cfr. art. 3 y ss. Ley 10/2010, de 28 de abril).

Las medidas anteriores tienen una especial complejidad cuando se trata de personas jurídicas. Además de la intervención mediante personas interpuestas, el artículo 4 de la Ley 10/2010 exige prestar atención a la estructura de propiedad o de control de las personas jurídicas, excepto en el caso de las sociedades que coticen en un mercado regulado, las cuales se rigen por sus propias normas de transparencia. En todo caso, en ellas carga el administrador, o el miembro del órgano equivalente de dirección y gestión, con el deber de declarar, bajo su responsabilidad, la titularidad real de la entidad, a cuyo objeto ha de obtener y mantener la información adecuada, precisa y actualizada. Con todo, los sujetos obligados por la Ley de prevención, ante las circunstancias concurrentes y como expresión de su diligencia debida, podrán reclamar documentación adicional y habrán de recabar otras informaciones de fuentes independientes fiables. Así sucede, en concreto, cuando concurren indicios de falta de veracidad o exactitud en la información dispensada, o cuando, en las situaciones previstas, los sujetos obligados hayan de adoptar precauciones de diligencia reforzada respecto de aquellos que presenten un riesgo superior al promedio<sup>167</sup>. En todo caso, los sujetos obligados podrán acceder a la base de datos de titularidad real del Consejo General del Notariado<sup>168</sup>.

En todo este entramado, la interposición de la entidad financiera, bien como soporte de la sociedad de propósito especial, bien a través de contratos de inversión garantizada y cuentas de reserva de liquidez, bien como entidad

---

<sup>167</sup> Cfr., art. 19 del Real Decreto 304/2014, en particular respecto de clientes no residentes en España, de sociedades cuya estructura accionarial y de control no sea transparente o resulte inusual o excesivamente compleja y las sociedades de mera tenencia de activos, y el anexo III de la Directiva (UE) 2015/849, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, respecto de clientes residentes en las áreas geográficas de mayor riesgo, personas o estructuras jurídicas que constituyen vehículos de gestión del patrimonio personal; sociedades con accionistas nominales o acciones al portador; empresas que hacen uso intensivo de efectivo; y estructuras de propiedad de la empresa poco habituales o excesivamente complejas, habida cuenta de la naturaleza de sus actividades.

<sup>168</sup> Cfr., arts. 9.2 y 9.6 y 19 del Real Decreto 304/2014, que han de ponerse en relación con el artículo 30 de la Directiva (UE) 2015/849, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015.

gestora de su patrimonio, confiere una mayor seguridad a la programación de la inversión. Esto también puede tener lugar a través de seguros de garantía en caso de impago o seguros de crédito (cfr., art. 69 a 72 LCS). Toda esta plataforma financiera favorece, en última instancia, la emisión de obligaciones de la sociedad y la creación de compartimentos, que pueden quedar sometidos a calificación crediticia separada<sup>169</sup>. De este modo, la función última de vigilancia de la inversión se «externaliza», esto es, pasa del promotor a estos inversores, mientras que la valoración del riesgo implícito resulta encomendada a las agencias de calificación crediticia<sup>170</sup>.

De esta forma, y tras el cuestionamiento de los criterios de evaluación seguidos en algunos casos relevantes bien conocidos en el sector financiero por la agencias de calificación, cobran mayor relevancia las relaciones existentes entre los inversores y la sociedad de propósito especial, generalmente por las obligaciones emitidas, pero también mediante otras fórmulas de capitalización<sup>171</sup>. La inversión en estos casos debe venir sustentada, además de por los términos de su emisión, por los pactos contractuales alcanzados entre las partes intervinientes, tanto en relación con el rendimiento esperado o comprometido, como en relación con el riesgo asumido. En tal sentido camina nuestra regulación sobre la base de del cumplimiento de los criterios de transparencia «formal» y «material» en el ámbito de actuación de las entidades financieras (cfr., art. 5 Ley 10/2014, 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito). Con todo, estas exigencias informativas varían según se trate de clientes de servicios financieros o de clientes de inversión, en su condición de especialistas en productos financieros. En virtud de lo anterior, en este marco, vinculado en ocasiones al *shadow banking*, adquieren una singular importancia los pactos que las partes alcancen y las garantías que preste la entidad de propósito especial<sup>172</sup>.

Por otro lado, en las actividades de carácter empresarial, las garantías convencionales, al menos durante de fase de ejecución del proyecto y hasta su efectiva explotación, requieren una mayor atención por parte de los inversores

---

<sup>169</sup> GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 12, aluden así a unas técnicas facilitadoras del crédito (*Credit Enhancement*).

<sup>170</sup> Desde una perspectiva económica, con referencia en el *Implicit Recourse Equilibrium*, GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 31 ss.

<sup>171</sup> Entre ellas, obligaciones convertibles, créditos subordinados, créditos participativos, o préstamos con intereses capitalizables pueden servir a este fin.

<sup>172</sup> Acerca del otorgamiento de garantías para asegurar el cumplimiento de las obligaciones asumidas, cuando el sujeto obligado sea una entidad de propósito especial, SCHWARCZ, S. L., «The Governance Structure of Shadow Banking», cit., p. 2, en particular en las relaciones entre los inversores que participan en la gestión y estas entidades.

e incluso de los contratistas. Esto es así por cuanto estos proyectos tienden a llevarse a cabo sobre la base de un alto nivel de endeudamiento respecto de los recursos propios comprometidos. En este ámbito, sin embargo, la prestación de garantías bien puede darse desde la sponsor o desde la entidad financiera que refuerce su viabilidad. Pero, sin necesidad de acudir a elementos exógenos, esta función de garantía igualmente puede recaer sobre los activos sociales previamente transmitidos, generalmente a través de contratos de prenda, o bien sobre los derechos que haya obtenido la sociedad para la realización del proyecto (léanse, autorizaciones, licencias o contratos de suministro)<sup>173</sup>.

Todas estas restricciones tienen que ver, a su vez, con aquellos pactos que traten de dar una solución paraconcursal a una eventual situación de insolvencia de la sociedad. Dentro del esquema formativo de las sociedades de propósito especial, tal y como se ha indicado con anterioridad, juegan un rol central las previsiones contenidas *ex ante* en el plan de viabilidad o de negocio. Todas estas proyecciones, de carácter económico, encuentran plasmación fuera de los pactos constitutivos mediante compromisos asumidos por el sponsor frente a terceros que actúen como financiadores de la sociedad de propósito especial, y como medida previa o solución negociada fuera del procedimiento concursal<sup>174</sup>.

Para cumplir con ellos, la práctica incorpora limitaciones a la distribución de dividendos o a los pagos que puedan resultar exigibles entre la sociedad y el sponsor, al menos hasta que no hayan sido atendidos los compromisos de pago asumidos con los obligacionistas y otros financiadores externos de la sociedad. De este modo, el sponsor, respecto de las cantidades pendientes de pago por la venta de activos efectuada, queda, también fuera del ámbito de la insolvencia, relegado a la condición *residual claimant* o «acreedor convencionalmente subordinado». Todo ello se ha de entender sin perjuicio de que puedan sobrevenir determinados incumplimientos contractuales, la pérdida de valor de los activos financieros cedidos, una deficiente ejecución del proyecto o desviaciones respecto del rendimiento esperado que puedan afectar a la solvencia de la entidad de propósito especial<sup>175</sup>.

---

<sup>173</sup> Acerca del recurso a diferentes tipos de garantías, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., pp. 393 y 397; y ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 233.

<sup>174</sup> Tal importancia esta también reconocida, en el marco de la constitución de los fondos de titulización, en el apartado tercero del artículo 18 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que impone que los flujos de principal e interés previstos para los activos agrupados en el fondo sean suficientes para hacer frente a los flujos de principal e interés previstos para los pasivos emitidos.

<sup>175</sup> Sobre el reconocimiento por la entidad patrocinadora de un «margen comercial» indispensable que mantenga la viabilidad de la entidad de propósito especial, SCHWARCZ, S. L., «Regulating Shadow Banking», *Review of Banking and Financial Law*, núm. 31, 2011, pp. 619-642, p. 627.

### 3. EL CONTROL DE LAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

#### 3.1 Premisa

La relación de control sobre las sociedades, y por extensión a otras entidades, como fórmula de ordenación de determinados intereses puede exceder de un «control interno u orgánico» basado en la posición del socio, o incluso de la influencia que el sujeto pueda tener sobre el órgano de administración (cfr., art. 42.1.c. CCo.). La realidad demuestra que además de situaciones de «voto vacío», de derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual o de derechos de voto derivados de contratos financieros o permutas sobre acciones, el denominado «control contractual» también se puede alcanzar por otras vías. Incluso las entidades de propósito especial pueden ser utilizadas para estos fines dentro de estructuras organizativas complejas<sup>176</sup>. Por otra parte, dentro del fenómeno de los grupos de sociedades, gozan de cierta tradición los llamados contratos organizativos, el *Beherrschungsvertrag* de la legislación alemana o el *Contrato de subordinação* de la legislación portuguesa. Es más, el control contractual puede resultar de otros contratos que permitan el uso estable y duradero de los principales activos de la empresa de la que sea titular la sociedad o bien de alguno de sus elementos esenciales (vgr., clientela o los elementos inmateriales)<sup>177</sup>.

Junto a estos supuestos de «control contractual», también la realidad económica reconoce otros supuestos de «control fáctico», en los que determinados derechos, contratos u otros medios permitan a un agente externo influir en las decisiones relevantes de la organización social. Entre ellos, situaciones de dependencia económica a través de acuerdos de suministro o créditos muy importantes y a largo plazo concedidos por proveedores o clientes, junto con otros vínculos, pueden autorizar una influencia decisiva sobre los órganos sociales<sup>178</sup>. Por lo tanto, el control tiene un carácter relacional que se extiende

---

<sup>176</sup> ZEREY, J. C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», cit., p. 29, destaca la utilización de estas entidades para transacciones de refinanciación, de titulación de activos, de arrendamiento, u otras como la financiación estructurada, para la financiación de adquisiciones, mediante sociedades vehiculares o puente (*Transferegesellschaften*), para la financiación de proyectos, y para CTAs o modelos de administración fiduciaria (*Treuhand-modelle*).

<sup>177</sup> Cfr. art. 7.2. de la Ley 15/2007 de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, que incluye como causa del control, los contratos, derechos o cualquier otro medio que, atendiendo a las circunstancias de hecho y de derecho, confieran la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre una empresa, en particular, sobre la propiedad o el uso de la totalidad o de parte de sus activos; y párrs. 10, 18 y 24 de la Comunicación 2008/C 95, respecto de los acuerdos que, a efectos de aplicación de la disciplina de la defensa de la competencia, han de tener la duración suficiente para producir cambios estructurales en el mercado.

<sup>178</sup> Cfr. párr. 20 de la Comunicación de la Comisión Europea 2008/C 95.

desde situaciones prototípicas internas (vgr., estructuras centralizadas de participación accionarial) a la capacidad de influencia externa (vgr., en una situación de dependencia económica) de determinados sujetos, que, por distintas vías, afectan a la toma de decisiones de los órganos sociales y a las estructuras de poder en la sociedad <sup>179</sup>.

Sin embargo, cuando se trata de entidades de propósito especial creadas *ad hoc* por un sponsor, que se coloca fuera del marco de las relaciones entre socio y sociedad, se han de establecer los parámetros respecto de los cuales estas entidades se encuentran en una situación de independencia o dependencia, o, en su caso, de autonomía, respecto de la entidad que las crea. El concepto clásico de control interno u orgánico no sirve, pues, para justificar una eventual relación de dependencia entre ambas entidades. El control contractual, sin embargo tampoco es especificado de forma expresa, ni a través de un contrato de grupo ni mediante el ejercicio sobre los derechos de voto de las acciones o participaciones sociales. Se trata más bien, de un control contractual en origen, que se inserta en los documentos organizativos de la entidad a propósito especial, pero que se desenvuelve durante su vigencia a través de un control fáctico o implícito. Esto es resultado de su conformación tipológica y de los contratos, entre ellos los de venta de activos y los de servicios corporativos que, directa o indirectamente, vinculan al sponsor y a la entidad de propósito especial <sup>180</sup>.

### 3.2 Las normas internacionales de información financiera NIIF y sus «interpretaciones» SIC

La consideración de la entidad como entidad de propósito especial, desde la perspectiva del Derecho contable, ha de ser tratada por lo tanto, en primer lugar, con referencia al concepto de control. En la evolución de la regulación contable de la figura, diversas normas han tratado la cuestión. A partir de las NIC emitidas por la IASB, en relación con la información que debe presentarse en los estados financieros y la forma en que esa información debe aparecer en dichos estados, y las posteriores NIIF, las SIC han servido de interpretación de aquellas <sup>181</sup>. Respecto de lo que aquí interesa la SIC 12 dedica su atención a

---

<sup>179</sup> Para una aproximación al control fáctico, DEMOTT, D., «The Mechanisms of control», *Connecticut Journal of International Law*, núm. 13, 1999, pp. 233-255.

<sup>180</sup> Respecto de situaciones de control fáctico, en estos casos, ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., p 163, y CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS*, cit., p. 79.

<sup>181</sup> El *International Accounting Standards Board* (IASB) es un organismo internacional privado con sede en Londres, dedicado a la emisión e interpretación de las normas contables. Su objetivo es reflejar la esencia económica de las operaciones del negocio y presentar una imagen fiel de la situación financiera de



las entidades con cometido especial. Ésta, por otra parte, ha de ser integrada, en el proceso armonizador de la materia, con la Norma Internacional de Auditoría (NIA), en su adaptación para su aplicación en España, mediante la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 31 de enero de 2013 número 315 (NIA-ES 315), y completada con la NIA 550<sup>182</sup>.

Pues bien, realizado el prefacio anterior, la SIC 12 advierte que en las sociedades de propósito especial es frecuente que el patrocinador o sponsor obtenga un derecho de uso respecto de los activos que sean propiedad de la entidad de propósito especial o bien que ejecute servicios para ésta, mientras que otros terceros implicados en la operación solo actuarán como suministradores de financiación para la entidad («suministradores de capital»)<sup>183</sup>. Desde este punto de vista, la aproximación a la clásica figura de las cuentas en participación, resulta palmaria.

Con ello se advierte *prima facie* que los derechos de voto quedan separados, por lo que pierden así relevancia como medio para ejecutar la facultad de control, y son sustituidos por medios contractuales sobre activos o a través de contratos de otro tipo, generalmente de servicios. A este efecto la SIC 12 alude a la posible participación del promotor, mediante instrumentos de deuda, ins-

---

una empresa mediante la emisión de normas NIC y NIIF y de interpretaciones SIC por su Comité de Interpretaciones.

<sup>182</sup> La Norma Internacional de Auditoría 315 sobre la identificación y valoración de los riesgos de incorrección material mediante el conocimiento de la entidad y de su entorno (adaptada para su aplicación en España mediante Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 15 de octubre de 2013) exige, entre el contenido requerido para que el auditor tenga un adecuado conocimiento de la entidad y su entorno, incluido su control interno, la información comprensiva, entre otros aspectos, de la naturaleza de la entidad, y en particular, de los tipos de inversiones que la entidad realice o tenga previsto realizar, incluidas las inversiones en entidades con cometido especial (Ref: Apartado 11(b)(iii)). De esta forma, el conocimiento de la naturaleza de la entidad permite al auditor comprender si tiene una estructura compleja; por ejemplo, las relaciones con entidades dependientes u otros componentes en múltiples ubicaciones que pueden dar lugar a riesgos de incorrección material en cuestiones como la adecuada contabilización del fondo de comercio, de los negocios conjuntos, de las inversiones o de las entidades con cometido especial (Ref: A23 y A27). Especialmente sensibles en este punto son las inversiones y desinversiones previstas o recientemente realizadas, de valores y préstamos, de inversión en capital o en entidades no consolidadas, incluidas sociedades, negocios conjuntos y entidades con cometido especial (Ref: A23). La Norma Internacional de Auditoría 550 sobre partes vinculadas (adaptada para su aplicación en España mediante Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 15 de octubre de 2013) igualmente contempla el tratamiento de las entidades con cometido especial, también llamadas de propósito especial, como partes vinculadas.

<sup>183</sup> Con ello, como reconoce la Interpretación SIC12, el creador o patrocinador puede, en esencia, controlar a esta entidad. DE ARESPOCHAGA, J., *El trust, la fiducia y figuras afines*, cit., p. 36 y 94-5, recoge la figura del *Interest in protection trust* o «trust de participación», en el que los *trustees* no tienen discrecionalidad alguna, mientras que el beneficiario o beneficiarios tienen el derecho a participar en una parte de los rendimientos. En estos casos incluso la propiedad de los bienes puede ser finalmente transferida a estos últimos. No obstante, el *settlor* no debe hallarse en situación de insolvencia o sometido a litigio del que pueda derivarse su responsabilidad patrimonial en el momento del crearse el *trust*, como patrimonio separado.

trumentos de capital, derechos de participación, participación en los excedentes o arrendamientos. Estas modalidades relacionales permiten que el patrocinador o sponsor obtenga una tasa de rendimiento fijo o de retorno, a la que se pueden añadir, y esto seguramente sea lo más relevante, otros acuerdos que le proporcionen derechos o acceso a otros beneficios económicos futuros de las actividades de la entidad <sup>184</sup>.

Mediante este proceder el foco de atención no recae sobre la participación del promotor en el capital social ni, por extensión, en los derechos de voto que tal participación le proporcione, sino que, por el contrario, el interés del creador o patrocinador de la entidad se ciñe, por distintas vías, preferentemente contractuales, a asegurarse una parte relevante de la participación en los beneficios que reporte su actividad económica. Pero para que esto sea así, las relaciones contractuales tienen que completarse a través de los elementos caracterizadores de las entidades de propósito especial que establezca el patrocinador en la constitución, en particular en la escritura fundacional y en los estatutos que hayan de regir la vida de la sociedad. Para ello introduce limitaciones respecto de la discrecionalidad de los administradores para la llevanza de los asuntos sociales y de las facultades modificación del contenido de los estatutos sin intervención del promotor o, al menos, de aquellas mayorías reforzadas que la ley autorice y que impidan, a la práctica, su aprobación. Se habla así, en consecuencia, de un «régimen «autopilotado» <sup>185</sup>.

Para la delimitación de este control, la NIC 32 acude al párrafo 13 de la NIC 27, comprensivo de las circunstancias de las cuales se deriva aquél, y en particular de aquellas en las que la entidad controladora posea la mitad o menos de los derechos de voto de la otra entidad, e incluso, cuando la entidad apenas posea o no posea participación alguna en el capital de la entidad de propósito especial. Y entre otros factores que se podrían considerar ya clásicos, como el control indirecto o el control mediante pactos de sindicación, la mayoría de derechos de voto, o la facultad de nombrar o revocar a la mayoría de los miembros del consejo de administración, la NIC 27 establece una presunción de control cuando se reconozca que la entidad controladora, por cualquier medio, tenga el poder para dirigir las políticas financiera y de explota-

---

<sup>184</sup> Según la SIC 12, mientras algunos tipos de participación pueden dar al poseedor, simplemente, una tasa de rendimiento fijo o establecido de antemano, otros le proporcionan derechos o acceso a otros beneficios económicos futuros derivados de las actividades de la entidad de cometido especial; y advierte que en la mayoría de los casos, el creador o patrocinador de la entidad retiene para sí una parte importante de la participación en los beneficios, incluso aunque solo posea una parte pequeña o no posea parte alguna del capital de la entidad.

<sup>185</sup> Como recoge la SIC 12, en su apartado noveno, el control puede surgir por la predeterminación de las actividades a llevar a cabo por la ECE (que opera en un régimen «autopilotado») o de otra manera.

ción de la entidad, según una disposición legal, estatutaria o por algún tipo de acuerdo entre las partes <sup>186</sup>.

En este orden de cosas, conviene también acudir al párrafo cuarto de la NIC 27, que define a la entidad controladora como «aquella entidad que posee una o más subsidiarias», mientras que establece que una subsidiaria es «una entidad controlada por otra (conocida como controladora o matriz)... (que) puede adoptar diversas modalidades, entre las que se incluyen las entidades sin forma jurídica definida, tales como las fórmulas asociativas con fines empresariales». En este punto la NIC 27 vuelve a identificar el control como «el poder de dirigir las políticas financieras y de operación de una entidad, para obtener beneficios de sus actividades» <sup>187</sup>.

La SIC 32 no considera sin embargo suficiente la capacidad para dirigir el proceso de toma de decisiones de la entidad para establecer la existencia de control, sino que exige, además, que la entidad controladora tenga por objetivo la obtención de beneficios a través de las actividades llevadas a cabo por la entidad controlada. Trasladado al ámbito de las entidades de propósito especial, la predeterminación de su actuación en el mercado, mediante una modelación de la organización en el momento fundacional, supone su «autopilotaje», y excluye la discrecionalidad de los administradores en las labores de gestión. Con ello se reconoce la posibilidad de otras formas de autoridad implícita o explícita por parte de un tercero en el proceso de toma de decisiones. De esta suerte, todos los derechos, obligaciones y otros aspectos relevantes referidos a la actividad económica resultan predefinidos y, en su caso, limitados por acuerdos contractuales o programados desde la creación de la entidad <sup>188</sup>.

En todo caso, el criterio definitorio del control pasa necesariamente por el interés primigenio del sponsor por participar en los beneficios generados por

<sup>186</sup> La NIC 27 en su párrafo 13 presume la existencia de control en caso de la posesión, directa o indirecta a través de otras entidades dependientes, de la mayoría del derecho de voto de otra entidad; presunción *iuris tantum* que, en consecuencia, queda sometida a prueba en contrario sobre la base de circunstancias excepcionales demostrativas de que tal posesión no constituye control. Aun a falta de esta mayoría del «poder de voto», La NIC 27 añade otras situaciones ya clásicas, como las situaciones de control conjunto («poder sobre más de la mitad de los derechos de voto, en virtud de un acuerdo con otros inversores») y sobre el órgano de administración («poder de nombrar o revocar a la mayoría de los miembros del consejo de administración u órgano de gobierno equivalente, o para emitir la mayoría de los votos en las reuniones, siempre que la entidad esté controlada por él mismo»). Y añade, como cajón de sastre, donde cabe ubicar el control sobre las entidades de propósito especial, el poder para dirigir las políticas financieras y de explotación de la entidad, según una disposición legal, estatutaria o por algún tipo de acuerdo.

<sup>187</sup> Todo ello en relación con el párrafo 35 del Marco Conceptual de la Contabilidad y el apartado b).ii) del párrafo 10 de la NIC 8.

<sup>188</sup> De este modo, como se recoge el fundamento decimocuarto de las Conclusiones de la NIC 27, el mecanismo de «autopilotaje» en el momento de la creación de la entidad por quien ha realizado la predeterminación para su propio beneficio a menudo evidencia el efectivo ejercicio del control, de forma que le permite obtener continuamente los beneficios que perseguía.

la actividad de la entidad, aun cuando los derechos de voto en los órganos sociales puedan corresponder a terceros distintos del patrocinador o se hallen oportunamente diversificados entre diferentes inversores, preferentemente institucionales. La predeterminación de las actividades y los contratos con terceros, que constituyen un todo organizado de su completo operativo, cuanto menos en sus aspectos económicamente más significativos, representa un claro desarrollo de la teoría contractualista de la empresa (*theory of the firm*)<sup>189</sup>. Singularmente, el factor del «autopilotaje» evidencia el ejercicio primigenio del control en el momento constitutivo, que se extiende de forma implícita a lo largo de la vida de la entidad de propósito especial, básicamente a través de la imposibilidad fáctica de modificar aquellos elementos esenciales de su organización, que permanecen así inmutables tal y como que sean diseñados en su acto constitutivo.

Pero ello también puede tener lugar, además, mediante la asunción de contratos con la promotora, o con otras entidades por designación de ésta, que cubran el tiempo de duración de la entidad de propósito especial o que, en su último extremo, queden sometidos a resoluciones *ad nutum* a cargo del patrocinador o cuya resolución a cargo de la entidad de propósito especial quede sujeta a condiciones especialmente gravosas para ella. Con esta ampliación del ámbito del concepto de control se permite, en principio, que el patrocinador pueda ser considerado como una parte vinculada, siempre y cuando el control se manifieste de hecho en el devenir de la entidad; y ello pese a que la entidad patrocinadora pueda no tener una participación mayoritaria en el patrimonio o en el capital social que le confiera derechos de decisión en los órganos sociales.

No obstante, esta consideración debe ser deducida de los elementos caracterizadores de la entidad en su momento constitutivo y permanecer de forma estable durante su existencia. Pero, además, el control se ha de evidenciar en la adopción de aquellas medidas que tiendan a asegurar que el patrocinador conserva un cierto *animus lucrandi*, esto es, un interés en participar en los beneficios resultantes de su actividad económica, de modo que le conceda una posición «privilegiada» respecto del resto de inversores o financiadores de la entidad<sup>190</sup>. Véase, en este punto, que el artículo 27 de la Ley de

---

<sup>189</sup> Por todos, COASE, R. H., «The Nature of the Firm: Influence», *Journal of Law, Economics, & Organization*, núm. 4, 1988, pp. 33-47; JENSEN M. C./MECKLING W. H., «Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, núm. 3, 1976, pp. 305-360; y WILLIAMSON, O. E., «The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, núm. 3, 2002, pp. 171-195.

<sup>190</sup> Como bien advierte el fundamento decimotercero de las Conclusiones de la NIC 27, en este caso resulta irrelevante si se ejercita tal poder o no en el proceso de toma de decisiones de la entidad, puesto que

sociedades de capital limita las ventajas o bonos de los fundadores de las sociedades anónimas tanto en su cuantía como en su duración, mientras que las entidades patrocinadoras o sponsors obtienen, por otros caminos, la retribución que les confiere su intervención en la creación de la entidad de propósito especial<sup>191</sup>.

### 3.3 Las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas (NOFCAC) y la captación de la regulación nacional del fenómeno de las entidades de propósito especial

Trasladando la cuestión a nuestra normativa interna, el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas (NOFCAC), en el desarrollo del artículo 42 y siguientes del Código de comercio y a efectos de la obligación de la consolidación contable, distingue las sociedades dominantes y las dependientes, las multigrupo y las asociadas<sup>192</sup>. Tras las variaciones normativas habidas entre la delimitación del control y la unidad de decisión como elemento definitorio del grupo de sociedades, el Real Decreto 1159/2010 admite que el control también sea pasivo, esto es, la mera posibilidad de su ejercicio, sin necesidad de que éste resulte efectivo. Por otra parte, las NOFCAC añaden que el control puede ser ejercido sin participación, lo que da pie a la configuración de una tipología separada de sociedades dependientes, las «entidades de propósito especial». En tal sentido acoge la postura de la SIC 32 conforme a la cual es preciso detenerse en valorar si la entidad controladora y, por extensión, el grupo consolidable, participa en los riesgos y beneficios de la entidad<sup>193</sup>.

En una vertiente separada, las NOFCAC también fijan su atención en la existencia de «derechos potenciales de voto» para apreciar una eventual situa-

---

éste puede estar ya predefinido; lo que sí resulta necesario es que tal capacidad esté acompañada por el objetivo de obtener beneficios como consecuencia de las actividades llevadas a cabo por la entidad controlada.

<sup>191</sup> En tal sentido, «los fundadores y los promotores de la sociedad podrán reservarse derechos especiales de contenido económico, cuyo valor en conjunto, cualquiera que sea su naturaleza, no podrá exceder del diez por ciento de los beneficios netos obtenidos según balance, una vez deducida la cuota destinada a la reserva legal y por un período máximo de diez años».

<sup>192</sup> Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad, aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, y el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas, aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre, capítulo I.

<sup>193</sup> Entre las escasas referencias entre nuestra doctrina, BONARDELL LENZANO, R., *Régimen jurídico de la contabilidad del empresario*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2012, pp. 322-3.

ción de dependencia entre ambas entidades. Con ello reconoce la trascendencia que tienen los acuerdos que confieran a la entidad promotora una participación económica. Se vuelve a dar así carta de naturaleza al criterio de asunción de riesgos y beneficios para evaluar la existencia de control y, en suma, para equiparar todos los efectos de estos «derechos potenciales» a una «participación efectiva» que pueda, en su caso, implicar la obligación de consolidación contable<sup>194</sup>. En este punto el artículo 2 de la NOFCAC vuelve a incidir en la presunción de control, tal y como resalta su rúbrica. Además de las previsiones del artículo 42 del Código de comercio y de las situaciones que allí se describen, el artículo 2 de las NOFCAC añade un apartado segundo en el que se recoge esta presunción de control, aplicable, por extensión, al ámbito de las entidades de propósito especial<sup>195</sup>.

---

<sup>194</sup> Como expresan las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas del Real Decreto 1159/2010: «La idea de control de una sociedad por otra es el aspecto clave para identificar la relación dominante-dependiente y, en consecuencia, la obligación de consolidar, pudiendo llegarse a dicha conclusión aunque el control sea pasivo, es decir, ante la mera posibilidad de su ejercicio, sin que éste resulte efectivo. Adicionalmente, como desarrollo del artículo 42 del Código de Comercio, se precisa que el control se puede ejercer sin participación, configurándose a partir de esta conclusión una nueva tipología de sociedades dependientes, las denominadas «entidades de propósito especial», para cuya identificación uno de los aspectos más relevantes a considerar será la participación del grupo en los riesgos y beneficios de la entidad. Si el control existe no solo cuando se ejerce en términos reales, sino también ante la mera posibilidad de su ejercicio, una lógica consecuencia es la necesidad de considerar los derechos potenciales de voto para apreciar su existencia. A la hora de aplicar este criterio, los administradores deberán computar todos los que se hayan emitido, y no solo los que posea la empresa, diferenciando claramente en esta tarea los derechos estrictamente potenciales de los acuerdos que en la fecha en que se evalúa el control otorgan a la sociedad una participación económica, dado que en este último caso, en esencia, la entidad asume sus riesgos y beneficios y, por tanto, el tratamiento contable de la citada participación deberá realizarse a todos los efectos como si de una participación efectiva se tratase».

<sup>195</sup> Artículo 2.2 NOFCAC. Presunción de control: «Además de las situaciones descritas, pueden darse circunstancias de las cuales se deriva control por parte de una sociedad aun cuando ésta posea la mitad o menos de los derechos de voto, incluso cuando apenas posea o no posea participación alguna en el capital de otras sociedades o empresas, o cuando no se haya explicitado el poder de dirección, como en el caso de las denominadas entidades de propósito especial.

Al valorar si dichas entidades forman parte del grupo se tomarán en consideración, entre otros elementos, la participación del grupo en los riesgos y beneficios de la entidad, así como su capacidad para participar en las decisiones de explotación y financieras de la misma.

Las siguientes circunstancias, entre otras, podrían determinar la existencia de control:

a) Las actividades de la entidad se dirigen en nombre y de acuerdo con las necesidades de la sociedad, de forma tal que ésta obtiene beneficios u otras ventajas de las operaciones de aquélla.

b) La sociedad tiene un poder de decisión en la entidad, o se han predefinido sus actuaciones de tal manera que le permite obtener la mayoría de los beneficios u otras ventajas de las actividades de la entidad.

c) La sociedad tiene el derecho a obtener la mayoría de los beneficios de la entidad y, por lo tanto, está expuesta a la mayor parte de los riesgos derivados de sus actividades.

d) La sociedad, con el fin de disfrutar de los beneficios económicos de las actividades de la entidad, retiene para sí, de forma sustancial, la mayor parte de los riesgos residuales o de propiedad relacionados con la misma o con sus activos».

En estos supuestos el artículo 2 de las NOFCAC prescinde de toda referencia a los derechos de voto para, en la línea de la SIC 32, entrar a considerar, entre otros elementos, la participación de la dominante en los riesgos y beneficios de la entidad y su capacidad para participar en las decisiones de explotación y financieras. Para ello la norma recoge una relación de circunstancias que, como *numerus apertus*, permiten identificar esta situación de control o dependencia. Entre ellas, en primer lugar, que las actividades de la entidad se dirijan en nombre y de acuerdo con las necesidades de la sociedad, de forma tal que ésta obtenga beneficios u otras ventajas de las operaciones de aquélla. Por esta vía reconoce que la interposición de acuerdos entre la sociedad promotora y la entidad de propósito especial puede hacer que prevalezca un interés de la entidad controladora sobre la dependiente. De igual manera que en los contratos de dominación o subordinación, la sociedad promotora, situada como dominante, se halla facultada para la obtención de ventajas por el ejercicio de la actividad de la entidad de propósito especial.

Una segunda manifestación de la situación de control, que conlleva por ende la obligación de consolidar, atañe al reconocimiento de un poder de decisión en la entidad o, al menos, de la predefinición de sus actuaciones, de tal manera que le permita obtener la mayoría de los beneficios u otras ventajas derivadas de las actividades económicas que lleve a cabo. De esta forma vuelve a admitir la posibilidad de encontrar entidades que se constituyen bajo un régimen de «autopilotaje» o mediante un «pilotaje automático». En tales supuestos las facultades de los gestores o administradores solo asumen un papel residual o limitado a aspectos de gestión ordinaria de la entidad<sup>196</sup>.

Junto a los anteriores criterios, también es definitoria del control la reserva de la sociedad promotora no solo del derecho a obtener la mayoría de los beneficios de la entidad sino, además, la exposición a la mayor parte de los riesgos derivados de sus actividades. Mediante este cauce el artículo 2 de las NOFCAC alude, en cierta medida, a la utilización instrumental de la entidad. A través de diferentes mecanismos contractuales, principalmente frente a terceros, pero también a través de la financiación concedida, la promotora asume ciertos compromisos en contraprestación a los beneficios que pueda obtener por la creación de la entidad. Se asemeja, en este punto, a la doctrina de las «ventajas compensatorias» aplicable a los grupos de sociedades<sup>197</sup>. Pero vol-

---

<sup>196</sup> Como indica el párrafo 13 de la NIC 27, la aplicación del concepto de control exige, en cada caso, su evaluación en el contexto de todos los factores relevantes.

<sup>197</sup> Entre nosotros, FUENTES NAHARRO, M., *Grupos de sociedades y protección de acreedores (una perspectiva societaria)*, ed. Thomson-Civitas, Colección Estudios de Derecho Mercantil, 2007, pp. 155-

viendo al caso que nos ocupa, esta circunstancia, como manifestación del control, asimismo puede comportar que, en caso de su insolvencia, tenga que pechar con la asunción de las deudas asumidas por la entidad de propósito especial, merced a las garantías concedidas frente a terceros. En cierta forma esta «transparencia» de la sociedad dependiente diluye su autonomía patrimonial para hacer frente a los riesgos derivados de la actividad económica.

Por último, y en relación con las circunstancias anteriores, la retención, de forma sustancial, de la mayor parte de los riesgos residuales o de propiedad relacionados con la entidad o con sus activos sirve igualmente para explicitar la situación de control. En este supuesto se aprecia la equiparación del patrocinador, en última instancia, con los accionistas, como *residual claimants* o beneficiarios últimos, tras los acreedores, del patrimonio que resulte de la liquidación de la entidad<sup>198</sup>. Por otra parte, el reconocimiento de derechos de uso sobre los bienes que puedan resultar afectados de un procedimiento concursal, o la afectación de la financiación concedida, sin otros elementos relevantes para identificar la vinculación entre ambas entidades, resulta asimismo suficiente para identificar esta eventual situación de control<sup>199</sup>.

En definitiva, dentro del lenguaje técnico-contable utilizado priman las connotaciones económicas como elemento delimitador del parámetro consolidable, e incluso las NOFCAC abonan una suerte de *in dubio pro consolidatio*, de modo que, en caso de duda, las entidades de propósito especial deben quedar incluidas dentro del marco de consolidación contable<sup>200</sup>. Aun y con esto, la preferencia del criterio económico frente al *nomen iuris* que empleen las partes no debe interpretarse como una primacía del orden económico frente al

---

194, y más recientemente, sobre su aplicación judicial, EMBID IRUJO, J. M., «Interés del grupo y ventajas compensatorias. Comentario de la sentencia del Tribunal Supremo (Sala Primera) de 11 de diciembre de 2015», *Revista de derecho mercantil*, núm. 300, 2016, pp. 301-320. También pueden consultarse, en relación con los deberes fiduciarios del administrador, dentro del fenómeno de los grupos, los Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (*G20/OECD Principles of Corporate Governance*, cit.), pp. 28-29 y 52.

<sup>198</sup> CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 34, con referencia en el caso *General Growth Properties, Inc.* (409 B. R. 43 (Bankr. S. D. N. Y. 2009)) apuntan que la práctica del *cash pooling*, que permita atender con carácter preferente las obligaciones de la entidad frente a los acreedores, impide que estos puedan reclamar, en caso de impago, al sponsor.

<sup>199</sup> En todo caso, la Norma Internacional de Auditoría 315 sobre la identificación y valoración de los riesgos de incorrección material mediante el conocimiento de la entidad y de su entorno, trata, en su apartado A27, los marcos de la información financiera y las condiciones para delimitar lo que se entiende por control, y las circunstancias en las cuales la entidad con cometido especial debería ser considerada consolidable. Para ello exige prestar particular atención a los acuerdos relevantes en los que participa la entidad con cometido especial.

<sup>200</sup> Artículo 2.2 *fine* NOFCAC: «Si una vez analizadas las citadas circunstancias existen dudas sobre la existencia del control sobre este tipo de entidades, éstas deberán ser incluidas en las cuentas anuales consolidadas».



jurídico. Muy al contrario, la normativa contable exige que las transacciones y los demás sucesos sean contabilizados de forma que reflejen la esencia económica que subyace en ellos, y no meramente su forma legal<sup>201</sup>. Pero ello no debe empañar que la disciplina jurídica puede discernir la naturaleza jurídica de estas relaciones y reconocer, en última instancia, cuál es la calificación que deba darse a cada una de ellas. En su virtud, las relaciones entre la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial, que puedan dar lugar a situaciones de control y a la correlativa dependencia de la entidad de propósito especial, son cuestiones de preminente índole jurídica.

### 3.4 La evolución de la aprehensión de la figura desde las normas internacionales de la contabilidad

#### 3.4.1 LA RELEVANCIA DE LA FIN46 EN LA IDENTIFICACIÓN DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL: LA ENTIDAD PROMOTORA COMO «PRINCIPAL BENEFICIARIA»

Para un correcto entendimiento de la problemática que circunda a la identificación de las entidades de propósito especial desde la perspectiva del Derecho de la contabilidad se ha de tener en cuenta el avance que supuso en la materia la FIN46 del *Financial Accounting Standards Board*, luego revisada a través de la llamada FIN46 R<sup>202</sup>. Frente al *Accounting Research Bulletin* 51 de 1958, que partía de un concepto tradicional del control basado en los derechos de voto, la FIN46 toma en consideración esta realidad para atender a un nuevo criterio, el del «beneficiario principal» (*primary beneficiary*), como elemento determinante de la consolidación. Esta visión resultó refrendada en 2003, y tras el conocido caso Enron, a través de la FIN46 R y la posterior Comunicación 167 en lo que se definía entonces como «entidades de interés variable» (*variable interest entity*)<sup>203</sup>.

<sup>201</sup> Vid. artículo 34.2 fine del Código de comercio, en relación con el párrafo 35 del Marco Conceptual y el apartado b).ii) del párrafo 10 de la NIC 8 1.20.b).ii), que exigen que las transacciones y los demás sucesos sean contabilizados de forma que reflejen la esencia económica que subyace en ellos, y no meramente su forma legal.

<sup>202</sup> La FIN46 contenida en el *FASB Statement* n.º 140 2000, y luego fue revisada por la FIN46R en diciembre de 2003, que trató de introducir ulteriores criterios sobre los «beneficios y riesgos» que imponían la consolidación contable de las entidades de propósito especial, y que fuera reemplazada en junio de 2009 por el *FASB Statement* 167.

<sup>203</sup> La insuficiencias encontradas en FIN46 para dar respuesta, entre otros, al caso Enron, llevó al *Federal Accounting Standard Board* (FASB), ante las incertezas que presentaba la figura, a dar una nueva denominación a estas entidades en su *Interpretation of Accounting Research Bulletin* (ARB) n.º 51, me-

En este punto, la FIN46, completada por el FAS 401 sobre la prácticas financieras de contabilidad, parte del reconocimiento de la transferencia de activos a la entidad de propósito especial para delimitar aquellos supuestos en los que la entidad mantiene una identidad diferenciada de la promotora a efectos de la adquisición de la condición de «vehículo de propósito especial cualificado» (*qualifying SPV*–*QSPV*–). De esta forma, la obligación de consolidar quedó excluida cuando se acreditara que la entidad era distinta, es decir, autónoma, del sponsor. Para ello era necesario que no se reconociera al sponsor el derecho a disolver unilateralmente la entidad y la titularidad de, al menos, un diez por ciento de su patrimonio, a precios de mercado, en manos de terceros diferentes de la promotora que no tuvieran la condición de partes especialmente relacionadas o vinculadas<sup>204</sup>. Además sus actividades habían de quedar delimitadas en su constitución, y su patrimonio estar únicamente formado por instrumentos financieros que no le impusieran ninguna obligación frente a terceros. En consecuencia, la gestión había de quedar circunscrita a la gestión del cobro de los créditos que se devengarán y el «vehículo de propósito especial cualificado» solo podía disponer de ellos con motivo de ciertos eventos recogidos en sus normas fundacionales<sup>205</sup>.

En particular, la distribución de beneficios en consideración a la generación de flujos de caja que garantizaran la solvencia de la entidad supuso una medida que impedía que los derechos de los restantes inversores se vieran perjudicados por sistemas centralizados de gestión de la liquidez de la entidad (en el conocido como *cash pooling*). Con ello se aseguraba que el pago de sus derechos, generalmente por vía del devengo de intereses, fuera adecuadamente entendido de forma prioritaria<sup>206</sup>. Por último, como factor añadido que per-

---

dante la referencia a las «entidades de interés variable» (VIE), con el fin de mejorar la información financiera a dispensar por las entidades que tuvieran relación con estas VIEs.

<sup>204</sup> La Norma Internacional de Auditoría 550 sobre partes vinculadas (adaptada para su aplicación en España mediante Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 15 de octubre de 2013) admite, en su apartado A7, que en determinadas circunstancias una entidad con cometido especial puede ser una parte vinculada a la entidad. Para ello precisa que el promotor pueda controlarla de hecho, incluso cuando solo posea una participación reducida o nula en el patrimonio neto de la entidad con cometido especial.

<sup>205</sup> Sobre esta calificación del SPV, que es considerada entonces QSPV, GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», *cit.*, pp. 8-9.

<sup>206</sup> La interpretación del ARB n.º 51 sobre la consolidación de las entidades de interés variable (*Consolidation of Variable Interest Entities*), en relación con el documento del marco conceptual n.º 1, establece, entre los objetivos de información financiera, que el promotor debe proporcionar información que sea útil en la toma de decisiones empresariales y económicas, con inclusión de las «entidades de interés variable». Así debe aparecer en los estados financieros consolidados con el «principal beneficiario», lo cual ha de contribuir a la consecución de este objetivo al proporcionar la información suficiente que ayude a la hora de evaluar la cantidad, oportunidad e incertidumbre de los flujos netos de efectivo futuros de la entidad consolidada.

mitía excluir a la entidad del perímetro consolidable se exigió la transmisión definitiva o en firme de los activos a la entidad, de tal forma que el promotor no se reservara ningún derecho sobre los mismos que le permitiera recuperar su posesión, su propiedad, o de otro modo mantener derechos sobre ellos. De otro modo se entendía que la patrocinadora mantenía un «control subrepticio» de la entidad, lo cual obligaría a su consolidación<sup>207</sup>.

Para la delimitación la figura, la FIN46 reconoció algunas pautas comunes en estas entidades, tales como su escasa capitalización, que generalmente conllevaba situaciones de apalancamiento financiero, la incapacidad de los titulares del capital o de los inversores para ejercer el control de la sociedad, y la divergencia entre los intereses económicos de los implicados en la actividad con los derechos de voto. Sobre esta base, la FIN46 estableció que cuando el patrocinador comprometía en la actividad de la entidad determinados activos y asumía ciertas obligaciones adquiría su responsabilidad por deudas, lo cual, a la postre, cuando fuera a su vez el «beneficiario principal» de su actividad, obligaba a la consolidación contable. De este modo, tras el caso Enron y otros relevantes de creación de sociedades de propósito especial que huían de la consolidación, mediante la creación entidades donde la sponsor no reunía la mayoría de votos para poder ejercitar el control de la entidad, se pasa a un criterio del beneficio derivado de su actividad y de la asunción de sus riesgos. Con ello se trató de atajar, desde el punto de vista contable, la proliferación de titulaciones que no quedaban sujetas a la obligación de consolidación de las cuentas de todo el conjunto, en atención a la realidad económica subyacente y a las relaciones establecidas entre la promotora y la entidad de propósito especial.

El cambio a la consideración como «entidad de interés variable», que no llegó finalmente a cuajar, provenía precisamente de la relación existente entre ambas entidades en términos de los beneficios y riesgos asumidos por la patrocinadora. Se trata así de intereses de carácter financiero económico, dejando a un lado los derechos políticos en la entidad, que pierden así significatividad ante la modelación de la organización desde su momento constitutivo. De este modo la FIN46 soslaya meros criterios jurídicos-formales relativos a los derechos de voto para encarar, desde un punto de vista contractual, el trasfondo económico que rige las relaciones entre el patrocinador y la entidad. Para ello el patrocinador no puede mantener un rendimiento fijo, pues su posición equivaldría a la de un prestamista cuyo retorno vendría referenciado a un índice de mercado, sino que su «interés variable» obedece, de un lado, a la variación que

---

<sup>207</sup> Al respecto, GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 9.

## ■ ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES...

se pueda resultar de los beneficios que genere la actividad económica de la entidad y, de otro, de los flujos de caja que le permitan obtener un pago aplazado por los activos que haya vendido a la entidad<sup>208</sup>.

Verificado lo anterior, estos derechos de carácter económico se habían de traducir en que el patrocinador fuera el principal beneficiario de los resultados generados por la actividad programada. Solo así, junto a la condición de principal *assumptor* de los riesgos de la entidad frente a terceros, el control encontraba una efectiva plasmación. En este último supuesto de la «asunción de riesgos», cuando un eventual incumplimiento de la entidad de propósito especial tuviera un efecto adverso sobre el patrimonio del patrocinador, la FIN46 introdujo, dentro de ciertos parámetros, la obligación de la consolidación de las cuentas de la entidad de propósito especial o de interés variable con las de su promotora<sup>209</sup>.

### 3.4.2 LOS CRITERIOS INTRODUCIDOS POR LA FIN46 R REVISADA

La FIN46 revisada en diciembre de 2003, reconoció también que la posición de los titulares del capital quedaba desvirtuada cuando no pudieran participar en la toma de decisiones sobre las actividades de la entidad a través del ejercicio de derechos de voto o similares, no asumieran la obligación, con el capital aportado, de cubrir las pérdidas a las que pudiera dar lugar la actividad económica, y cuando de algún modo renunciaran a la cuota de liquidación en la entidad<sup>210</sup>.

---

<sup>208</sup> Entre los intereses potenciales variables incorpora las inversiones en capital, con inclusión de los instrumentos de deuda subordinada, las garantías, las opciones u otros instrumentos que protejan los riesgos de pérdidas; los compromisos de compra a precios diferentes de los de mercado; las permutas que transfieran sustancialmente todos los riesgos o retornos; los pasivos referenciados a una tasa de interés variable diferente de la de mercado; y los contratos de servicios en los que los servicios prestados difieran de su valor de mercado. Respecto de estos intereses, con mayor amplitud, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., pp. 376-7.

<sup>209</sup> Así, en los casos de permutas referidas a los flujos de caja de activos, obligaciones establecidas en contratos de garantía, derechos de retención respecto de activos transmitidos, acuerdos de financiación de activos, obligaciones asumidas respecto de ciertos instrumentos derivados, o cualquier otro compromiso en la realización de la actividad de la entidad. Sobre estas opciones, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., p. 308.

<sup>210</sup> En particular, la interpretación del ARB n.º 51 sobre la consolidación de las entidades de interés variable (*Consolidation of Variable Interest Entities*) comprende la consolidación de las actividades de las entidades en las que la inversión del capital inicial no sea suficiente para financiar sus actividades sin apoyo financiero adicional de otras partes, y en las que los inversores en su capital carezcan de un control financiero. A tenor de lo anterior considera la capacidad para tomar decisiones sobre las actividades de la entidad a través de los derechos de voto o derechos similares, la obligación de absorber las pérdidas de la entidad, si tuvieran lugar, y el derecho a recibir los rendimientos residuales de la entidad, si se produjeran.

No obstante, con la finalidad de no restringir en demasía la utilización de vehículos legítimos, excluyó del ámbito de la consolidación a aquellas organizaciones que no tuvieran carácter lucrativo (*Not-for-profit organizations*) excepto que fueran utilizadas con tal finalidad, a los planes de pensiones, a las entidades aseguradoras, a las compañías de inversiones registradas y a aquellas entidades que estuvieran sometidas a la confección de información financiera relativa a las transferencias o servicios de activos financieros o a su extinción (*FASB Statement No. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*).

En estos casos particulares, La FIN46 revisada pretendió evitar los costes inherentes a la consolidación siempre que, conforme a determinadas circunstancias, pudiera pensarse suficiente la información de estas situaciones en los estados financieros de las entidades que promovieran la creación de esta tipología de organización de sociedades dependientes con un cometido específico. Con todo, todavía mantuvo la presencia de control y, por lo tanto, la obligación de consolidación, cuando la promotora conservara la facultad unilateral de causar la liquidación de la entidad o de variar las condiciones constitutivas. Se entendía que entonces la entidad promotora podía reservarse esta facultad a fin de evitar la obligación de facilitar al mercado la información financiera derivada de sus relaciones con entidades de propósito especial<sup>211</sup>.

En suma, la obligación de consolidar, excepto para los casos planteados, donde se puede sustituir por la información financiera en las cuentas de la entidad promotora, nace de la falta de distribución de los riesgos y beneficios asociados a la actividad de la entidad entre los distintos inversores. Para ello, el promotor o sponsor ha de mantener la condición de «beneficiario principal» de todas estas relaciones. A tal efecto es necesario que asuma la repercusión de los riesgos derivados del desempeño del cometido especial y que reciba o pueda recibir la mayor parte de los beneficios que genere la actividad, una vez atendidos los compromisos financieros con el resto de inversores. Todo lo anterior, a su vez, ha de ser resultado de los acuerdos alcanzados y de las facultades de gestión que le sean reconocidos respecto del funcionamiento de la entidad.

En todo caso, las facultades de gestión no determinan *per se* el ejercicio de la facultad de control si no tienen una repercusión económica y ésta, a su vez, sitúa al patrocinador en la posición del «principal beneficiario». A esto se

---

<sup>211</sup> La interpretación del ARB n.º 51 sobre la consolidación de las entidades de interés variable alude así a las entidades intermedias, no obligadas a consolidar por pertenecer a otro grupo consolidable, y a la existencia de un control que permita liquidar la entidad o adoptar medidas para que ésta pierda su condición de «qualifying special-purpose entity».

puede añadir, si bien no es *conditio sine qua non*, la titularidad, directa o indirecta, de los derechos de voto suficientes. Pero en todo caso cabe recordar que la relación entre la entidad promotora y la sociedad dependiente y, por lo tanto, la relación de control puede haber quedado ya prediseñada en el momento constitutivo. Por lo tanto, para su reconocimiento, puede no ser necesario la acreditación de facultad alguna sobre el uso de los activos transferidos en el desarrollo de la actividad. Se trata, en definitiva, de un criterio de *cui prodest*, esto es, de a quién beneficia, en última instancia, la creación de la entidad de propósito especial, para lo cual se pone el punto de mira en el patrocinador y en su consideración como «principal beneficiario»<sup>212</sup>.

Como alternativa, la exigente de la obligación de consolidación es sustituida por la obligación de dispensar al mercado toda la información relevante relativa a la relación existente entre el promotor y la entidad de propósito especial. Entre su contenido, el sponsor, para evaluar el impacto que tal inversión puede causar en sus estados financieros, queda obligado, en virtud de esta revisión, a informar sobre la naturaleza, objeto, dimensión y actividades de la entidad, la exposición a las pérdidas que pudieran resultar de su actividad y la relación que le vincula a ella. Esto mismo es trasladable a los «beneficiarios principales» que hayan de consolidar sus cuentas con las de la entidad de propósito especial. El sponsor, además, a tenor de esta revisión de la FIN46, asume la determinación de la cantidad y de la calificación crediticia de los activos incorporados a la entidad y el impacto que podría tener que los acreedores reclamaran un impago de la entidad de interés variable sobre la financiación concedida por la promotora<sup>213</sup>.

Junto a lo anterior, la información relativa a los recursos comprometidos y la asunción de riesgos y obligaciones derivadas de la actividad de la entidad conforman el panorama de la publicidad que las entidades promotoras han de dispensar al mercado. En particular tiene una singular importancia la infor-

---

<sup>212</sup> Lo recoge el documento 6 del marco conceptual, sobre los elementos de los estados financieros, cuando contempla, en relación con los beneficios y las pérdidas, que la relación de control entre una entidad de interés variable y el «beneficiario principal» de sus resultados no depende de la capacidad del beneficiario para adoptar decisiones sobre los usos de los activos, ni tampoco de si los acreedores de la entidad de interés variable tienen o no alguna acción de reclamación frente al «beneficiario principal», sino del derecho de éste sobre los beneficios futuros generados por tales activos.

<sup>213</sup> Así, cuando una entidad participe en otra de interés variable de forma significativa, pero no adquiera la condición de «beneficiario principal», solo tendrá la obligación de informar sobre la naturaleza, finalidad, el tamaño y las actividades de la entidad de interés variable, sobre su exposición ante eventuales pérdidas por su participación en la entidad, y sobre la naturaleza y fecha en que comenzó la participación; mientras que el «beneficiario principal», además de lo anterior, habrá de declarar el valor en libros y la clasificación de los activos consolidados que son garantía de las obligaciones de la entidad de interés variable, así como informar acerca de cualquier pacto que impida a los acreedores de la entidad de interés variable reclamar frente a él.

mación relativa al programa de viabilidad de la entidad y las cantidades y fechas previstas o previsibles para la obtención de flujos de caja, en relación con los activos y las deudas asumidas y el precio de vencimiento de créditos y obligaciones<sup>214</sup>. Todo ello a fin de garantizar la «transparencia» del mercado y favorecer la comparativa entre las entidades que utilicen estas fórmulas de participación en entidades de propósito especial o, como allí se indica, de interés variable, y advertir del riesgo que puede comportar este mecanismo de inversión.

A través de esta vía se trata de dar oportuna respuesta a las exigencias derivadas del artículo 401(c) de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, para considerar la exposición de la patrocinadora a los riesgos por las obligaciones de la entidad de propósito especial y los beneficios que, por el contrario, se reserva. De esta forma se da contenido a la publicidad del conocido como «documento de acuerdos fuera de balance» («*off-balance sheet arrangement*»). Se trata, en definitiva, de conceder al mercado toda la información relevante para identificar los riesgos y beneficios que la creación de estas entidades pueda implicar en la situación económica del promotor y, por lo tanto, su eventual impacto en sus estados financieros<sup>215</sup>.

### 3.5 El estado de la cuestión: La NIIF 10 y las Directivas 2013/34/UE y (UE) 2015/849

Tras la FIN46, revisada en diciembre de 2003 por la FIN46R para la delimitación de aquellos conceptos que servían para delimitar la circunstancias en las cuales el promotor asumía la condición de beneficiario principal, desde la perspectiva de los beneficios y de los riesgos asumidos, y en plena crisis económica global, la FASB volvió a emitir un nuevo comunicado, el número 167, en el año 2009, y más tarde, en 2011, la conocida como NIIF 10 (Norma Internacional de Información Financiera)<sup>216</sup>. Este criterio interpretativo de la

---

<sup>214</sup> Todo ello en relación con el documento del marco conceptual n.º 1 del FASB, relativo a los objetivos de la información financiera. De este modo, la inclusión de las entidades de interés variable en los estados financieros consolidados del «beneficiario principal» contribuye a la consecución de este fin de proporcionar información sobre los flujos netos de efectivo futuros de la entidad consolidada. Otro tanto cabe decir del documento del marco conceptual n.º 2, en relación con las características cualitativas de la información contable, como un elemento esencial de la representación fiel y del principio de relevancia. Así puede verse en GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPes: Part 2», cit., p. 377.

<sup>215</sup> Respecto de todo este proceso, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPes: Part 1», cit., p. 308.

<sup>216</sup> Con todo, desde una visión clásica, ya advierte la existencia de una sociedad desde la existencia de una comunión o comunidad de lucros y perjuicios, en la caracterización de la *societas* romana, HERNANDO LERA, J., *El contrato de sociedad*, cit., p. 110 ss.

información financiera en el plano internacional completa la SIC 12 en orden a especificar el marco de consolidación contable de las «entidades de propósito especial». Al hilo de lo anterior, el International Accounting Standards Board (IASB) vuelve a dar un impulso a la necesidad de acomodar estas figuras a la realidad económica, en particular como consecuencia de la evolución del sector financiero y de las nuevas estructuras utilizadas para actuar en una economía globalizada<sup>217</sup>.

La NIIF 10, en el marco de la crisis económica, revisa de nuevo el concepto de control a efectos de la exigencia de consolidación contable de las entidades afectadas, estableciendo para ello un mayor espectro de situaciones que pueden evidenciar esta situación de dependencia. Para ello acude a los activos, pasivos, capital, ingresos, gastos y flujos de caja comprometidos entre las partes, que evidencien la existencia de una única entidad económica. De este modo, en consecuencia, el inversor ha de quedar expuesto, o de otro modo tener acceso, a los resultados derivados de la actividad económica de la entidad en la que invierte y ha de poder orientar tales resultados por diferentes medios. Entre ellos incluye la obtención de financiación por parte de terceros a los cuales provea servicios de gestión de su inversión, la obtención de compromisos con los inversores que reconozcan que su única intención sea la de obtener beneficios por su inversión, pero no así la de participar en la gestión de la entidad, y la evaluación de la inversión sobre criterios de mercado. A través de estos distintos acuerdos, el promotor se reserva las facultades generales de orientación de la actividad de la entidad<sup>218</sup>.

En definitiva, el patrocinador ha de mantener un poder de control respecto de la entidad de propósito especial. Basta que para ello se reserve derechos sobre los rendimientos que pueda generar su inversión, cualquiera que sea el medio que utilice para procurar su influencia<sup>219</sup>. A tal fin la NIIF 10, en su apartado séptimo, requiere la concurrencia de determinados elementos o condiciones: primero, que el inversor tenga un poder efectivo

---

<sup>217</sup> Las normas Internacionales de Información Financiera 10, 11 y 12 promulgadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) en 2011, y vigentes desde 2013, proporcionan la orientación contable relacionada con la consolidación, las empresas conjuntas (*joint-ventures*) y la información por la participación en otras entidades. En concreto, la NIIF 10 fija los criterios para la preparación y presentación de los estados financieros consolidados, sobre la base del concepto del control, a fin de identificar si un inversor controla una participada y, por lo tanto, está sujeto a una obligación de consolidación contable, excepción hecha de determinadas de filiales de las entidades de inversión (en este caso a partir del 2014).

<sup>218</sup> LA NIIF 10 se refiere así a todos aquellos derechos diseñados para proteger los intereses de la parte que los crea, como forma de dirigir las actividades más relevantes de la entidad sin necesidad de intervenir en su actividad ordinaria.

<sup>219</sup> En tal sentido, los apartados 5-6 y 8 de la NIIF 10 aluden a los derechos sobre los beneficios de la entidad en la que invierten y a la capacidad de influencia como expresiones del control sobre la entidad.



sobre la entidad, esto es, que tenga derechos, de cualquier naturaleza, que le permitan dirigir sus actividades más relevantes, entendidas como aquellas que significativamente afecten a la obtención de rendimientos; segundo, que como consecuencia de lo anterior asuma derechos o riesgos sobre los rendimientos de la actividad; y, por último, que su facultad sobre la gestión de la entidad pueda de cualquier manera afectar a los rendimientos del resto de inversores<sup>220</sup>.

Sobre esta base, la NIIF 10 reconoce, en suma, que el control deriva del poder que se reserve el promotor, y éste, a su vez, de los derechos que tenga reconocidos. Tradicionalmente el control fluye a través de los derechos de voto, pero en otras ocasiones su expresión puede ser más compleja y quedar camuflada a través de acuerdos contractuales, tanto frente a la entidad controlada, como frente a terceros que participen en ella y en su actividad. En todo caso, aclara la NIIF 10 que el control ha de ser proactivo, esto es, ha de facultar para el ejercicio del poder de decisión, de tal forma, que los derechos de veto, o si se quiere, un control negativo, no comportan, dentro de la diferente clasificación de las relaciones entre entidades (vgr., multigrupo, asociadas), la existencia de un control *stricto sensu*, y por ende, una obligación de consolidación contable<sup>221</sup>. Por otra parte, el control, como potencialidad, ha de manifestarse en la capacidad de influenciar los resultados económicos de la entidad controlada, fijando así la atención en los aspectos económicos de la relación<sup>222</sup>.

En este sentido, el patrocinador ha de ser reconocido como el «beneficiario principal». No tendrá, sin embargo, tal consideración cuando actúe por cuenta de otro sujeto. Para ser reputado persona interpuesta será un factor re-

---

<sup>220</sup> Según el apartado 7 de la NIIF 10, un inversor controla una participada si tiene derechos que le permiten dirigir sus actividades relevantes, es decir, las que afectan de manera significativa a sus rendimientos, tiene derechos o asume riesgos sobre los rendimientos variables procedentes de su implicación en la participada y, además, puede influir en el reparto del beneficio. Esta preocupación se halla también presente en los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance, cit.)*, p. 21, cuando advierten la posibilidad de que las sociedades puedan crear otras sociedades o entidades relacionadas a las cuales puedan a su vez transferir sus activos operativos, derechos sobre flujos de caja y otros derechos y obligaciones, lo cual permite una mayor flexibilidad de sus negocios, pero también la delegación de la responsabilidad dentro de organizaciones complejas.

<sup>221</sup> Así se recoge en los apartados 11 y 14 de la NIIF 10, donde se reconoce que el «control» puede tener carácter interno, mediante los derechos de voto, o externo, a través de acuerdos contractuales, pero que, sin embargo, no permiten alcanzar el control cuando solamente sirvan para proteger la posición del inversor.

<sup>222</sup> El apartado 17 de la NIIF 10, no solo contempla los «beneficios-riesgos» asumidos en relación con los resultados económicos variables de la entidad, sino que requiere que el inversor pueda, mediante su intervención, afectar a su resultado económico. Al igual que ocurre en nuestro ámbito jurídico, donde el artículo 42 del Código de comercio no trata esta cuestión, en el Derecho alemán LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 142-190, p. 189, destacan la necesidad de acompañar el dictado del artículo 290 del HGB (*Handelsgesetzbuch*) a la NIIF10, en este caso no solo atendiendo a la mayoría de oportunidad y riesgos sino también a las posibilidades de influencia a través del ejercicio de la toma de decisiones.

levante o presuntivo que en el ejercicio de tal actuación de gestión –como en el caso del agente– perciba una remuneración de un tercero, que sea quien a la postre asuma la condición de «beneficiario principal»<sup>223</sup>. Quedan fuera de esta órbita, por ende, todos aquellos que se sirvan de intermediarios o de «personas interpuestas», sea cual fuere la forma de intermediación, como fiduciarios, comisionistas y los gestores de carteras de inversión, que actúen por cuenta de otros, generalmente sus clientes dentro del sector financiero, incluso cuando ofrezcan servicios de gestión integrada.

A estos efectos, los activos sujetos a gestión (*assets under management*) o los arrendamientos de servicios más amplios, en virtud de situaciones de control interpuesto o indirecto, deben ser computados dentro del grupo consolidable de aquél que tenga la condición de «principal beneficiario». En suma, se ha de estar a la incidencia que los beneficios o riesgos implícitos en la inversión puede tener para la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados para el patrocinador y su posición preminente, desde el punto de vista económico, en la entidad de propósito especial. Todo ello se ha de especificar en las provisiones de riesgos previsibles y de transferencias de flujo de caja dentro del grupo cuando haya fundamento para proceder a la consolidación contable<sup>224</sup>.

Trasladando la cuestión al ámbito europeo, la Directiva 2013/34/UE<sup>225</sup>, en su artículo 22, de un modo un tanto aséptico, reconoce, a efectos de la obligación de consolidación, el derecho de una empresa a ejercer una influencia dominante sobre la «empresa filial», de la que puede o no ser accionista o socia, en virtud de un contrato celebrado con ella. Pero esta «facultad de influencia dominante», que también se puede identificar en el caso de «una dirección única», asimismo puede tener lugar en un momento inicial, en virtud de los estatutos de la empresa filial o a través de una cláusula estatutaria, cuando así lo permita la normativa del Estado miembro. En consecuencia, dentro de la libertad concedida por la autonomía de la voluntad para la fijación de los tér-

---

<sup>223</sup> Los apartados B58 y B60 de la NIIF 10, en la determinación del «controlador», reclaman que se determine si quien ejerce el control material actúa por cuenta propia o de un tercero, para lo cual la remuneración por el ejercicio de tal actividad puede ser tomada como manifestación de una mera «relación de agencia».

<sup>224</sup> Acertadamente CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS*, cit., p. 207, diferencia dos etapas en el control de las sociedades de propósito especial: la primera, inicial en el momento del establecimiento, que da lugar a un ejercicio efectivo del control basado en el concepto de gestión unificada; y una segunda posterior durante la vida de la entidad, donde debe existir, al menos, una «intervención latente».

<sup>225</sup> Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo.

minos y condiciones que el fundador estime más convenientes en la constitución de la entidad, nada impide, en principio, que por esta vía queden suficientemente delimitados los criterios básicos de funcionamiento de la empresa filial. La plasmación de una «influencia dominante» o una «dirección única» respecto de su actuación en el mercado y en la ordenación de sus resultados, con mayor o menor intensidad, puede tener lugar, por lo tanto, a través del denominado plan de negocio o de viabilidad.

También la Directiva (UE) 2015/849, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, a estos efectos, que remite a la anterior, admite en su artículo 3 que la propiedad o el control de una persona jurídica se puede lograr por otros medios distintos de la propiedad directa o indirecta de un porcentaje suficiente de acciones o derechos de voto o de otros derechos de propiedad. Además de la presunción de una participación en el capital social o de otro derecho de propiedad por una persona física superior al veinticinco por ciento, en su trasposición a la regulación nacional, el artículo 4 de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, admite otros medios que sirven para el ejercicio del control, directo o indirecto, de la gestión de una persona jurídica<sup>226</sup>. Asimismo, respecto de otras entidades, instrumentos o personas jurídicas que administren o distribuyan fondos, toma en consideración a sus beneficiarios, y cuando estén aún por designar, a las personas en beneficio de las cuales se ha creado o actúe principalmente la persona o el instrumento jurídico creado al efecto<sup>227</sup>.

Con todo, el carácter general de la regulación, que admite otros mecanismos de control distintos de los internos a través de la participación en los órganos sociales y de los contractuales, en virtud de contratos celebrados con otras empresas, debe ser integrado a través de los términos y condiciones es-

---

<sup>226</sup> En su defecto, el artículo 8 del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, exige que quede constancia de «los resultados infructuosos» en la identificación del titular real.

<sup>227</sup> En última instancia, a falta de concurrencia de las circunstancias anteriores, según el artículo 8 del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, el control será atribuido al administrador o administradores o a la persona física nombrada por el administrador persona jurídica, a los responsables de la dirección y gestión del instrumento o de la persona jurídica, incluso cuando actúen a través de una cadena de control o propiedad, o, en su caso, a los miembros del Patronato de las fundaciones y a los miembros del órgano de representación o Junta Directiva de las asociaciones. En este sentido, el artículo 3 de la Directiva (UE) 2015/849, en caso de que haya dudas de que la persona o personas identificadas sean los titulares reales, remite a la persona o personas físicas que ejerzan un cargo de dirección de alto nivel.

■ ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES...

tablecidos en los contratos que vinculen a ambas entidades o a través del contenido de las cláusulas estatutarias de la entidad creada. En estos términos, las restricciones contenidas en los estatutos de las sociedades de propósito especial, con referencia a su domicilio, objeto social y duración, así como respecto de la adopción de modificaciones estatutarias, con eventuales causas de disolución, dan razón de las limitaciones operativas a las que se somete la entidad. Junto a las anteriores, las reglas relativas a la gestión, aun cuando se designen administradores independientes pero a la par el sponsor, u otra persona con él relacionada, actúe como «proveedor de servicios corporativos» o de otro modo intervenga en su gestión, muestran la existencia, si no de una «dirección única», sí al menos de una «facultad de influencia dominante». En buena lógica, todo este entramado tendrá traslado en la distribución de las ganancias, en parte a través de la retribución de los servicios pactados, en parte mediante los compromisos asumidos frente a la entidad patrocinadora o sponsor. De este modo, el restante beneficio líquido distribuible, en virtud de lo anterior y del plan de viabilidad, tenderá a tener un carácter residual.

## CAPÍTULO 3

### **SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL Y RELACIONES CON EL DERECHO CONTABLE**

#### 1. EXIGENCIAS INFORMATIVAS RESPECTO DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL. INCIDENCIA EN EL INFORME DE GESTIÓN

Las exigencias de información sobre el impacto económico de las relaciones de la sociedad de propósito especial con el patrocinador o sponsor y la transparencia del mercado reducen una eventual exposición a situaciones de insolvencia, a la vez que conceden mayor seguridad a los inversores y a los acreedores sociales. A raíz de lo anterior, no puede concluirse que la utilización de sociedades de propósito especial, con algunas salvedades de su utilización con propósitos ilegítimos, así como la creación de compartimentos dentro de ellas, sea connaturalmente perjudicial como forma de inversión para el entero sistema financiero. Más bien la cuestión debe ser enfocada, desde un punto de vista externo, a través de las medidas normativas relativas a la información a dispensar a los inversores en la comercialización de instrumentos financieros y, desde otro interno, a través de los pertinentes controles en la gestión de riesgos y su traslado al mercado<sup>228</sup>.

Si se considera que la sociedad de propósito especial no guarda relación alguna con su sponsor, en referencia a la falta de asunción por parte de éste de

---

<sup>228</sup> Sobre la incidencia de la mejora del contenido informativo de las entidades de propósito especial en favor de los inversores y respecto de los beneficios obtenidos por la entidad patrocinadora, tras la *Sarbanes Oxley Act* y la NIIF 46(R), LUO T./WARFIELD, T., «The Implementation Effects of Expanded Consolidation», cit., p. 542.

las deudas que pueda contraer aquélla, entonces los inversores habrán de incurrir en mayores gastos para comprobar la bondad y las expectativas de su potencial inversión. Pero al mismo tiempo, para facilitar esta información y desplazar esta carga, la regulación debe imponer unas obligaciones informativas, especialmente a cargo del órgano de administración de ambas entidades. Esto se refleja no solo en los contenidos relativos a la transparencia en la contratación con los inversores o en relación con los controles de gestión del riesgo, sino también en relación con la propia estructura de la sociedad de propósito especial, sus relaciones con la entidad sponsor y, en su caso, con la gestora, e incluso con las agencias de calificación crediticia<sup>229</sup>.

Por ello adquieren especial relevancia aquellas informaciones relativas a los denominados acuerdos de «externalización de balance» (*off-balance sheet arrangement*) entre el sponsor y la sociedad de propósito especial. Sensible, a efectos del cumplimiento de los deberes de comunicación, será la obligación informativa acerca de las garantías contractuales otorgadas por la entidad sponsor (piénsese, verbigracia, en las llamadas cartas de patrocinio) u otras que atañan a la asistencia financiera que pueda prestar para atender las necesidades de tesorería de la sociedad de propósito especial<sup>230</sup>. En esta misma línea, el apartado referente a la gestión (*Disclosure Management Discussion and Analysis –MD&A–*) ha incluir los acuerdos que afecten a la transmisión de la propiedad de los bienes de la sociedad de propósito especial o respecto de los activos financieros cedidos o los contratos celebrados con terceros para la ejecución del proyecto, así como la reserva de cualquier derecho sobre estos activos. Junto a aspectos meramente contractuales, este apartado del informe debe justificar si los acuerdos entre el sponsor y sociedad de propósito especial afectan a terceros o a otras partes vinculadas, y dar cuenta acerca de los sistemas de control para su correcta ejecución. Concluye este marco informativo con la referencia al eventual impacto de la ejecución de estos acuerdos sobre la liquidez de la sociedad, así como en su solvencia en caso de eventuales incumplimientos en las obligaciones de pago<sup>231</sup>.

---

<sup>229</sup> Acerca de este último aspecto, en relación con su actividad, véase el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia. Entre nosotros, más extensamente, con carácter general, TAPIA HERMIDA, A. J., *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de «rating»*, ed. Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2010.

<sup>230</sup> Sobre el *off-balance sheet arrangement* adoptado por la *Securities and Exchange Commission de Estados Unidos* en 2003, GOLOBOV, D./ TANEGA J., «Sham SPES: Part 1», *cit.*, p. 308, con particular mención acerca de cualquier obligación contractual en la que la entidad no consolidada sea parte y de la que resulte alguna garantía, un interés en un activo, un instrumento derivado, o cualquier otra financiación, liquidez, asistencia o compromiso de servicios de arrendamientos, de cobertura o de investigación y desarrollo.

<sup>231</sup> GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPES: Part 1», *cit.*, pp. 308-9, recoge el contenido de la sección relativa al informe de gestión (*MD&A Disclosure ‘Management Discussion and Analysis*) en re-

La exigencia de incorporar las relaciones con las entidades de propósito especial, sin embargo, no ha tenido manifestación expresa en la confección de los informes de gestión de nuestras sociedades de capital, obligatorios al menos para las grandes sociedades y, por extensión, para los grupos de sociedades (cfr., arts. 262 y 538 de la Ley de Sociedades de Capital y art. 49 del Código de comercio)<sup>232</sup>. Esto no es óbice para que en ellos los administradores hagan constar las relaciones con las entidades de propósito especial, por mor de la descripción de los principales riesgos e incertidumbres que han de figurar en él<sup>233</sup>. En todo caso, la exposición consistirá en un análisis equilibrado y exhaustivo de la evolución y de los resultados de los negocios y de la situación de la sociedad, que se habrá de acomodar a la magnitud de su actividad y a su complejidad estructural. Esto tiene una particular manifestación en relación con la utilización de instrumentos financieros cuando tengan relevancia para la valoración de sus activos, pasivos, situación financiera y resultados. Por ello el informe de gestión ha de hacer referencia expresa, en tales supuestos, a las políticas de gestión y cobertura del riesgo financiero de la sociedad, así como a los riesgos de precio, de crédito, de liquidez y de flujo de efectivo.

Por consiguiente, en el informe de gestión han de aparecer, en el caso en que sea redactado, unas menciones que tienen que ver con la utilización de entidades de propósito especial para la realización de determinadas actividades que pueden tener cierta incidencia en sus resultados, principalmente en los casos de entidades de carácter financiero. A efectos de clarificar y homogeneizar el contenido de los informe de gestión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicó en 2013 una Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas. La Guía, comprensiva de una recomendaciones generales que pueden seguir no ya solo estas sociedades cotizadas, sino tam-

---

lación con el propósito empresarial, las partes afectadas, la medidas de ejecución y de control adoptadas, los efectos de los acuerdos en los beneficios y en los flujos de caja, y los riesgos asociados a estos acuerdos «fuera de balance».

<sup>232</sup> Sobre la necesidad de ampliar el contenido informativo del «informe de gestión» y adecuarlo a las prácticas internacionales, ARGÜELLES MONTES, R., «Información más allá de las cuentas anuales del informe de gestión al Management Commentary», *Partida doble*, núm. 184, 2007, pp. 46-61.

<sup>233</sup> Ahora bien, como indica LARA GONZÁLEZ, R., «Concreciones y ampliaciones en el contenido del informe de gestión: el desarrollo de la exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad, y el necesario reflejo de la gestión del riesgo financiero», *Revista de derecho mercantil*, núm. 252, 2004, pp. 569-596, p. 577, las informaciones y datos sobre la evolución previsible de la sociedad, de carácter prospectivo, no quedan sometidos al principio de imagen fiel exigible a los restantes documentos contables, y respecto de ellos sólo es exigible una nota de coherencia con el resto de documentos. Ahora bien, esto no puede empañar, como señalan GONZALO ANGULO, J. A./GARVEY A. M., «El informe de gestión: validez y perspectivas», *Revista de contabilidad y dirección* (Ejemplar dedicado a: Nuevas tendencias en información financiera: bases conceptuales y aplicaciones prácticas), núm. 20, 2015 pp. 21-64, p. 63, que el contenido del informe de gestión ha de ser, en todo caso, veraz.

bién otras sociedades obligadas o no a redactar el informe de gestión, busca mejorar la calidad de su contenido y reforzar su comparabilidad y utilidad para los usuarios. Entre ellos, los inversores, actuales y potenciales, pueden servirse de sus informaciones para adoptar sus decisiones o para la evaluación de la capacidad de la sociedad respecto del pago de dividendos<sup>234</sup>.

Dentro del marco de buenas prácticas relativas a la información que debe proporcionar el informe de gestión, tanto en lo que respecta a su contenido como a su presentación y formato, en él deben ponerse de manifiesto los riesgos, las incertidumbres y las oportunidades de la entidad. En particular, los principales riesgos operativos y financieros y las oportunidades y ventajas deben ser interpretados en un contexto de incertidumbre que resulta de la actividad económica desarrollada en el mercado. Los temas que se ocupan de la liquidez son especialmente sensibles en las relaciones de la sociedad emisora del informe con otras entidades de propósito especial. En este sentido, la entidad de propósito especial puede ser una fuente de obtención de liquidez para la sponsor, y de este modo ser utilizada para generar los recursos necesarios de efectivo que permitan financiar sus actividades. Pero, por otra parte, pueden existir igualmente ciertas restricciones, legales o contractuales, que, en su caso, puedan afectar a los flujos de efectivo esperados, por lo que conviene su constancia expresa en el informe<sup>235</sup>.

Desde la perspectiva inversa, la actuación en favor de la entidad de propósito especial puede afectar al nivel de endeudamiento de la sociedad sponsor, lo cual puede a su vez incidir en su liquidez. Por ello la Guía para la elaboración del informe de gestión recomienda que contenga un análisis de aquellas obligaciones contractuales que supongan una salida futura de recursos líquidos. Esto comprende la información sobre las operaciones fuera de balance, incluidos los avales prestados, que hayan tenido, o previsiblemente vayan a tener, un efecto en la situación financiera de la entidad, esto es, en su estructura de ingresos y gastos, que sean significativamente importantes. En todo caso, junto con la identificación de las contrapartes, la Guía recomienda que el informe contenga la evaluación de la importancia que para la entidad tienen las operaciones fuera de balance respecto a la generación de flujos de efectivo y la evolución de la liquidez de la entidad<sup>236</sup>.

---

<sup>234</sup> Vid. *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2013, p. 49.

<sup>235</sup> Vid. *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*, cit., pp. 32-3.

<sup>236</sup> Vid. *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*, cit., pp. 41-2. También la letra A del título V de los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance)*, cit., p. 42, reconocen que los fallos de gestión a menudo pueden estar relacionados con la falta de publicidad de la «imagen de conjunto» de la sociedad, sobre todo cuando elemen-



Mientras en las entidades de propósito especial de carácter financiero se han de tener en cuenta los riesgos de este tipo involucrados, también con impacto en el sponsor, en las entidades de propósito especial de carácter empresarial inciden otros aspectos operativos. Las recomendaciones se refieren a estos riesgos, si bien solo en consideración a la entidad obligada a la emisión del informe, y sin perjuicio de otros riesgos normativos o sectoriales. Por ello, de forma indirecta, en la financiación de proyectos esta cuestión se ha de trasladar a los recursos del sponsor que se puedan ver comprometidos por la actividad de la entidad de propósito especial<sup>237</sup>.

Así las cosas, la única atención expresa de la Guía respecto de la existencia intereses en las entidades de propósito especial se presenta en el sector bancario<sup>238</sup>. Este interés adquiere trascendencia a partir de la delimitación del concepto del «capital regulatorio», entendido como «el volumen de capital que el regulador impone a la entidad regulada (banco o compañía de seguros) en función de los riesgos que asume en su actividad»<sup>239</sup>. A este fin establece una tabla de conciliación del capital regulatorio con el capital contable, de modo que éste cubra las exigencias de aquél. Para llevar a cabo esta práctica se ha de tener en cuenta los instrumentos que forman parte de este capital regulatorio, por lo que conviene la confección de un estado de movimientos de capital que ayude a los usuarios a contextualizar la posición financiera de la entidad<sup>240</sup>. Al efecto, la Guía incorpora una tabla 10, donde se

---

tos «fuera de balance» son utilizados para proporcionar garantías o compromisos similares entre empresas relacionadas; por lo tanto, es importante la exposición de las transacciones relativas a todo un grupo de sociedades, de acuerdo con los estándares de calidad internacionalmente reconocidos, y la inclusión de información sobre los «pasivos contingentes» y sobre las operaciones «fuera de balance», así como con entidades de propósito especial (*failures of governance can often be linked to the failure to disclose the «whole picture», particularly where off-balance sheet items are used to provide guarantees or similar commitments between related companies. It is therefore important that transactions relating to an entire group of companies be disclosed in line with high quality internationally recognised standards and include information about contingent liabilities and off-balance sheet transactions, as well as special purpose entities*).

<sup>237</sup> Sobre la «exposición de sus productos o servicios a riesgos tecnológicos, de estacionalidad o cambios en las regulaciones administrativas», en la *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*, cit., p. 136.

<sup>238</sup> Al respecto, la *Securities and Exchange Commission* Norteamericana publicó con anterioridad la Guía FR-83 sobre las informaciones de recursos de capital y liquidez en la presentación del informe de gestión (17 CFR PARTS 211, 231 and 241 Release Nos. 33-9144; 34-62934 *Commission Guidance on Presentation of Liquidity and Capital Resources Disclosures in Management's Discussion and Analysis*). Entre los distintos aspectos tratados en ella, la preocupación por la utilización de entidades de propósito especial se centra en torno a la cuestión de los acuerdos de recompra contabilizados como ventas y otros acuerdos de financiación en el corto plazo que no aparezcan debidamente contabilizados en los estados financieros.

<sup>239</sup> *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*, cit., p. 64.

<sup>240</sup> A la utilización de las entidades de propósito especial como vía de escape de las exigencias del capital regulatorio se refiere MARIMÓN DURA, R., «Delimitación y perspectivas de regulación del sector bancario en la sombra», cit., p. 38.

recogen las partidas que sirven para conciliar el capital regulatorio con el balance o capital contable, y donde se incluyen los ajustes regulatorios a la contabilidad<sup>241</sup>.

Además de las primas de emisión preferente y otros instrumentos de capital, computa a estos efectos la «desconsolidación de entidades de propósito especial»<sup>242</sup>. Da así muestra de la necesidad de incorporar estas informaciones en el informe de gestión, individual y consolidado, de la entidad patrocinadora. En particular deben constar los motivos y las decisiones que lleven al sometimiento de las entidades de propósito especial a consolidación contable, o *sensu contrario*, a su salida del parámetro consolidado. Al hilo de estas recomendaciones contenidas en la Guía, los siguientes apartados se dedicarán a revisar los criterios de consolidación y desconsolidación de estas entidades dentro del fenómeno grupal y las exigencias informativas que han de contener los documentos que forman parte de las cuentas anuales.

## 2. OBLIGACIÓN DE CONSOLIDACIÓN CONTABLE DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

### 2.1 Evolución de la normativa internacional

En la delimitación de los supuestos en los que estas entidades, en principio autónomas desde la perspectiva de los derechos de voto, quedan sometidas a la obligación de consolidar sus cuentas se ha de volver a la evolución de la figura. La *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, además de actualizar la estructuras del *Corporate governance*, introdujo normas reguladoras de la actuación de los auditores de cuentas y nuevas exigencias para la elaboración de los estados financieros de las sociedades cotizadas. Esto a su vez llevó a la *Securities Exchange Commission* (SEC) a introducir criterios para organizar el control interno de tales entidades, en particular a través de las denominadas auditorías internas, y por extensión, de la delimitación de los parámetros que permitieran una adecuada y efectiva consolidación contable, cuando se dieran las condiciones necesarias para ello. Buena parte de esta exigencia surgió, entonces, por los problemas informativos y de falta de consolidación de las entidades cuyos riesgos financieros eran externalizados por medio de las entidades de propósito especial. De ahí la necesidad de encontrar meca-

---

<sup>241</sup> Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas, cit., pp. 78-9.

<sup>242</sup> Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas, cit., p. 78.

nismos que ordenaran las circunstancias según las cuales una sociedad de propósito especial debía quedar incluida entre las entidades sujetas a consolidación.

Diferentes enfoques trataron de abordar la existencia de intereses financieros implícitos en la relación entre la sociedad patrocinadora y la de propósito especial. Unos basados en la naturaleza económica de la relación, otros en atención a la forma jurídica de la entidad, trataron de delimitar los perfiles de consolidación contable de los patrimonios de estas entidades con los sus patrocinadoras. Se habló así de la existencia de un *ius gentium* en materia contable, de una *lex mercatoria* creada por instancias anacionales en la armonización de las prácticas contables a nivel internacional y que fue influyendo, de «arriba a abajo» (*top-down approach*), en la regulación de la cuestión por las instancias nacionales. Desde otra vertiente, se abogó por atender al sustrato económico-financiero de la relación que liga a ambas entidades para reconocer la presencia de una transmisión definitiva o venta «en firme» de activos, de muy diferentes características y contenidos, que pueden ser especialmente complejos cuando se trata de instrumentos financieros integrados en un conjunto, y de carácter permanentemente fungible. Esta perspectiva, que parece ser que finalmente es la que se ha impuesto, atiende al sustrato material o al objeto y propósito específico de la entidad (*bottom-up transactional perspective*). De este modo se busca dar acomodo a la relación que liga a la patrocinadora con la entidad como mejor forma para adaptar la manifestación del control a la realidad de las entidades de propósito especial<sup>243</sup>.

Por todo ello, tan relevante es conocer las circunstancias que, en su caso, dan lugar a la consolidación, como aquellas relaciones que escapan a esta necesidad; o, incluso, aquellas otras que solo impliquen una consolidación parcial de empresas multigrupo o la obligación incorporar a sus estados financieros unas informaciones relativas a las empresas asociadas o en las que la entidad sponsor tenga una capacidad de influencia. En todo caso, la consolidación contable tiene que ser interpretada desde los principios que inspiran la existencia de entidades formalmente independientes pero que, por las relaciones existentes entre ellas, bajo el paraguas del control, requieren además, y frente al mercado, una expresión de la imagen global de la situación financiera del conjunto y de las relaciones existentes entre ellas, como partes vinculadas. Si bien esto pudiera pensarse en beneficio de la sponsor, que ha de reputarse

---

<sup>243</sup> Esta doble orientación es recogida por GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., pp. 306-7.

principal beneficiaria de las actividades económicas de la entidad de propósito especial, nada impide que la mayor solvencia financiera de esta última pueda servir de refuerzo de la imagen de la matriz que la patrocina. Por ello, en última instancia, el concepto relacional del control legitima la integración contable de estas sociedades en una unidad, aunque solamente a los efectos de su representación de conjunto al mercado y para definir, igualmente, las relaciones existentes entre ellas (*anti-sham principle*)<sup>244</sup>.

En este contexto, la ya aludida FIN46R avanzó en el tratamiento contable que se había de dar a estas entidades. Luego, en el ámbito internacional, la NIC 27, en relación con la interpretación de la SIC12, trasladó a este plano los criterios para la inclusión de las entidades de propósito especial en el marco de la consolidación contable. A partir de la imposición llevada a cabo la NIC 27 por la que la controladora ha de incluir todas sus subsidiarias en los estados financieros consolidados que confeccione, en principio, la SIC 12 solo excluye a los planes de pensiones y a otros fondos de previsión social. Además, a través de la transmisión o venta de activos a entidades formalmente independientes y en virtud de las relaciones de control que se puedan dar, la SIC12 mantiene que la entidad de propósito especial tenga que consolidar sus cuentas con la entidad promotora<sup>245</sup>.

Por otra parte incorpora específicos criterios de consolidación en estas relaciones. Se vuelve con ello al concepto de «beneficiario principal» de las actividades de la «entidad de cometido especial» a partir de las directrices y los específicos de negocios de la entidad patrocinadora, como expresión del principio de «dirección unitaria»<sup>246</sup>. Acude también al mecanismo de «auto-

---

<sup>244</sup> GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., pp. 304-317, se refieren tanto a la necesidad de evitar que entidades independientes consoliden sus cuentas, como a la falta consolidación de los activos y pasivos de las entidades que deban integrarse en el grupo de sociedades.

<sup>245</sup> La SIC12, en su apartado octavo, señala la necesidad de consolidar la «entidad de cometido especial» cuando la «esencia» de la relación entre la entidad que consolida y la ECE indique que ésta es controlada por aquélla. A este efecto, su apartado décimo desarrolla las circunstancias de esta relación de control, entre ellas que «(a) las actividades de la ECE han sido dirigidas, en esencia, en nombre de la entidad que presenta sus estados consolidados, y de acuerdo con sus necesidades específicas de negocio, de forma que la entidad se beneficia con las actividades de la ECE; (b) la entidad que consolida tiene, en esencia, los poderes de decisión necesarios para obtener la mayoría de los beneficios u otras ventajas de las actividades de la ECE, o bien, mediante el establecimiento de un mecanismo de «autopilotaje», ha delegado tales poderes de toma de decisiones; (c) la entidad tiene, en esencia, los derechos para obtener la mayoría de los beneficios de la ECE y, por tanto, puede estar expuesta a todos los riesgos que inciden sobre las actividades de ésta; o (d) en esencia, la entidad retiene para sí la mayoría de los riesgos inherentes a la propiedad o residuales relativos a la ECE o a sus activos, con el fin de obtener los beneficios de sus actividades». Para GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 371, en el fondo de la cuestión subyace la calificación jurídica de la entidad como de hecho controlada, lo cual exigiría la consolidación de sus estados financieros con su matriz.

<sup>246</sup> A partir de los GAAP de Estados Unidos, en el ASC 810-10, LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», cit., p. 187, diferencian entre la obligación de consolidación impuesta al

pilotaje», entendido como una manifestación del control por la entidad patrocinadora, como fórmula para reconocerle las facultades de decisión necesarias para obtener la mayoría de los beneficios u otras ventajas de las actividades de la entidad. Igualmente la SIC 12 reconoce que la relación de control se da cuando, por diferentes vías, la entidad patrocinadora aúne los derechos necesarios para obtener la mayoría de los beneficios que, en correspondencia, puede acarrear su exposición a los riesgos que inciden sobre las actividades de la entidad de propósito especial. *Sensu contrario*, también se da este supuesto cuando la entidad patrocinadora asuma la mayoría de los riesgos inherentes a la propiedad o residuales relativos a la entidad o a sus activos, con el fin último de lograr, a través de estos compromisos, los beneficios que reporte su actividad económica<sup>247</sup>. Todos estos criterios vuelven a incidir en la relación contractual, explícita o implícita, que de la realidad de los hechos vincule a la entidad sponsor con la entidad de propósito especial, con visos de generar beneficios en favor de aquella y colocarla como principal beneficiaria de sus resultados<sup>248</sup>.

## 2.2 Adaptación nacional de la consolidación contable de las entidades de propósito especial

### 2.2.1 REGLAS DE CONSOLIDACIÓN CONTABLE DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL EN LAS NORMAS PARA LA FORMULACIÓN DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS

En consideración a la existencia de una presunción de control atípica en los casos de inversiones en entidades de propósito especial donde la entidad dominante no disponga de posiciones mayoritarias en el capital, ni respecto de los correspondientes derechos de voto, ni siquiera de una capacidad decisoria o ejercicio alguno de poder de dirección, el apartado segundo del artículo 2 del

---

«beneficiario principal», como empresa matriz, y los supuestos en lo que la entidad solo tenga un «interés variable», y por lo tanto, resulte exenta de la obligación de consolidar las cuentas de la entidad de propósito especial.

<sup>247</sup> Sobre la necesidad de constancia de las decisiones que supongan un apoyo financiero a la entidad de propósito especial, que evidencien una dirección unitaria, y con ello un deber de consolidación, LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», cit., p. 186.

<sup>248</sup> GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 371, aluden a la necesidad de atender a la sustancia, esto es, a la común intención de las partes, y no a la forma en la que se documenten tales relaciones; para ello es necesario fijar la atención en la condición del sponsor como «beneficiario principal», que crea la entidad con el fin de lograr eficiencias financieras y, al mismo tiempo, para reducir su exposición a los riesgos que genera la actividad.

Real Decreto 1159/2010 atiende a otros factores que explicitan los supuestos en los que aparezca un «beneficiario principal»<sup>249</sup>.

En tal sentido ya avanza el apartado tercero del artículo 1 del Real Decreto 1159/2010 que el control, a estos efectos, ha de ser entendido como el poder de dirigir las políticas financieras y de explotación de una entidad, con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades. El artículo 2 completa la definición a través de los conceptos de participación del grupo en los riesgos y en los beneficios de la entidad y de su capacidad para participar en las decisiones de explotación y financieras, en su caso mediante la predefinición de sus actuaciones, en provecho de la sociedad controladora. Sobre esta base, y aun cuando puedan existir dudas sobre la existencia del control, impone la inclusión de estas entidades en las cuentas anuales consolidadas del grupo<sup>250</sup>.

Se contempla así, como manifestación de la evolución de la figura, tras las diferentes crisis económicas, un renovado interés del legislador por tratar de dar visibilidad al fenómeno, y no ya solo desde la perspectiva de la información financiera que haya de reportar la patrocinadora, sino también como un elemento más de la obligación de consolidar las cuentas del conjunto<sup>251</sup>. Ahora bien, en este marco las reglas de la contabilidad siguen sus propios métodos y criterios, por lo cual es conveniente detenerse, siquiera someramente, en el análisis de la inclusión de las entidades de propósito especial dentro del marco de la consolidación contable.

Con carácter general, la sociedad obligada a formular las cuentas anuales consolidadas deberá incluir en ellas a las sociedades integrantes del grupo, así como a cualquier empresa dominada por éstas, cualquiera que sea su forma jurídica y con independencia de su domicilio social, tal y como se desprende del apartado tercero del artículo 42 del Código de comercio. Bajo este manto

---

<sup>249</sup> Sobre las variaciones en nuestro ordenamiento entre el seguimiento de los conceptos de control y de dirección unificada como manifestaciones del fenómeno de los grupos de sociedades, EMBID IRUJO, J. M., «Un paso adelante y varios atrás: sobre las vicisitudes recientes del concepto legislativo del grupo en el ordenamiento español», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2008, núm. 30, pp. 19-31.

<sup>250</sup> Entre la perspectiva económica, tras la aprobación de las NOFCAC, ÁLVAREZ MELCÓN, S., *Cuentas anuales consolidadas*, ed. Pirámide, Madrid, 2016, pp. 22-3; y PULIDO, A., *Combinaciones de negocios y preparación de las cuentas anuales consolidadas (Comentarios y aclaraciones sobre el Real Decreto 1159/2010, por el que se aprueban las normas para la formulación de la Cuentas Anuales Consolidadas (NOFCAC))*, ed. Garceta, Madrid, 2011, pp. 52-3.

<sup>251</sup> Así destaca BONARDELL LENZANO, R., *Régimen jurídico de la contabilidad*, cit., pp. 318, que la formulación legal no hace referencia expresa a que la sociedad dominante haya de tener la condición de socio de las sociedades dependientes. Esta postura es confirmada por el artículo 22 de la Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo, que declara de forma expresa que «no es necesario que los Estados miembros exijan que la empresa matriz sea accionista o socia de su empresa filial».

la regulación acoge, de un lado, los llamados «grupos escalonados», donde las sociedades dependientes pueden tener la disponibilidad del control sobre otras entidades, y, de otro, la consolidación de entidades que no sean sociedades, sin que a estos efectos sea relevante ni su forma jurídica ni la radicación de su domicilio fiscal. La consolidación contable obliga, por lo tanto, al sometimiento de los activos, de los pasivos, de los ingresos y de los gastos a métodos uniformes de valoración en relación con los principios de contabilidad generalmente aceptados y con los criterios de valor razonable y de mercado que contemplan los artículos 38 y 39 del Código de comercio (vid. art. 45 Cco.).

En este punto, la NIIF 10, relativa a los estados financieros consolidados, ha dado un nuevo impulso, en particular tras la crisis financiera iniciada en 2008, a la consolidación de las entidades de propósito especial, en particular en lo que atañe al procedimiento de consolidación que afecta a estas entidades. Junto a la integración de los distintos activos, pasivos, ingresos y gastos, pone particular énfasis, en primer lugar, en delimitar los flujos de caja existentes entre la entidad controladora y sus filiales. Otro tanto ocurre con la compensación de las aportaciones y de las inversiones realizadas por la matriz en el cómputo del fondo de comercio del conjunto, en relación con la NIIF 3 y las llamadas «combinaciones de negocio»<sup>252</sup>. Por último, incide en la necesidad de eliminar las operaciones intragrupo que afecten a sus activos, pasivos, ingresos, gastos y flujos de caja, de modo que los valores de mercado generalmente admitidos para las operaciones vinculadas tengan oportuno reflejo en los estados financieros<sup>253</sup>.

### 2.2.2 LA APLICACIÓN DE LAS REGLAS DE CONSOLIDACIÓN PROPORCIONAL: LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL COMO «EMPRESAS MULTIGRUPO»

Por otra parte, también debería tomarse en consideración, dentro del fenómeno más amplio de la *joint-venture* o la «empresa conjunta», la posibilidad de que una sociedad de propósito especial sea controlada al unísono por distintas patrocinadoras que participen en su creación y que predispongan su funciona-

---

<sup>252</sup> Acerca de los criterios de valoración del «fondo de comercio» en el «contexto de una combinación de negocios», en relación con la redacción dada al apartado cuatro del Código de comercio por la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, véase el apartado 2 de la Norma de Registro y Valoración 5.ª (Inmovilizado intangible) de la segunda parte de las Normas de registro y valoración del Plan General de Contabilidad, tras el Real Decreto 602/2016, de 2 de diciembre.

<sup>253</sup> Sobre las preocupaciones, en esta sede, por la «titulización sintética» y su sujeción a consolidación, y por las transmisiones de activos del sponsor a la entidad de propósito especial y su consideración como compraventa en firme; todo ello en relación con las ventajas derivadas de transacciones entre las partes, GOLOBOV, D./ TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., p. 324.

miento. En tal caso, se habrá de estar también a la atribución a cualquiera de ellas de la condición de «beneficiario principal». Pero puede ser igualmente que este beneficio sea compartido entre ambas o varias entidades, ante lo cual, desde el tratamiento que se da por el Derecho contable, cabe la integración proporcional de la entidad en las cuentas consolidadas de estas beneficiarias principales. Así lo prevé expresamente el artículo 47 el Código de comercio cuando admite la gestión conjunta de una sociedad por una o varias sociedades ajenas al grupo. Y en tal caso, esta facultad se habrá de ejercer en proporción al porcentaje que de su capital social posean las sociedades incluidas en la consolidación.

Ahora bien, tal y como se ha indicado, cuando se trata de una entidad de propósito especial la participación en el capital social puede ser ajena al concepto de control, lo cual obliga, en la labor de consolidación proporcional, a indagar el margen de beneficio que se reserva cada una de las sociedades patrocinadoras. En este sentido, ciertamente excepcional, aclara el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, cuando conforma el concepto de «empresas multigrupo», que en ellas la gestión conjunta se lleva a cabo por una entidad o varias pertenecientes al grupo, y por uno o varios terceros ajenos al grupo de empresas<sup>254</sup>.

De esta forma se da cabida a la presencia de inversores que no guarden relación con la entidad patrocinadora y que se sitúen en línea de equivalencia con ella. En estos casos, sin embargo, su participación en la gestión de la entidad de propósito especial puede quedar, por otra parte, excluida o restringida merced al «régimen de autopilotaje» al que queda sometida desde su constitución. Por lo tanto, en definitiva, convendría acudir al criterio de equivalencia de beneficios generados por la actividad de la entidad a fin de equiparar ambas formulaciones a efectos de la aplicación de este sistema de consolidación contable.

### 2.2.3 PROCEDIMIENTO DE PUESTA EN EQUIVALENCIA O MÉTODO DE LA PARTICIPACIÓN: LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL COMO «EMPRESAS ASOCIADAS»

Alternativamente, el apartado tercero del artículo 47 del Código de comercio alude a la mera existencia de una «influencia significativa», que no dominante o principal, en la gestión de otra sociedad no incluida en la conso-

---

<sup>254</sup> Quedan así definidas como aquellas que estén gestionadas «conjuntamente por la empresa o alguna o algunas de las empresas del grupo en caso de existir éste, incluidas las entidades o personas físicas dominantes, y uno o varios terceros ajenos al grupo de empresas».



lidación. Solamente reclama entonces una participación en ella de carácter duradero y que esté destinada a contribuir a la actividad de la sociedad. En tal caso, esta sociedad «asociada» debe figurar en el balance como una partida independiente. De nuevo el reconocimiento de entidades de propósito especial puede ser contrario a la existencia de influencia significativa cuando la gestión venga predefinida por un «régimen autopilotado». No obstante tampoco parece haber inconveniente alguno en que en la sociedad puedan concurrir directores independientes designados por grupos de inversores minoritarios y que, de este modo, tengan que hacer mención de su participación en ella.

Con todo, la base principal para la aplicación del procedimiento de puesta en equivalencia o método de la participación vuelve a ser, desde una interpretación clásica del control societario, un criterio cuantitativo sobre los derechos de voto, establecido en el veinte por ciento. Ahora bien, en la línea hasta ahora sostenida para las entidades de propósito especial, el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, al tratar las «empresas del grupo, multigrupo y asociadas», admite otras formas de «control efectivo». Entre ellas reconoce una posible «influencia significativa» cuando la empresa o una o varias empresas del grupo, incluidas las entidades o personas físicas dominantes, participen y mantengan el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de explotación de la participada, sin llegar a lograr su control. A ello añade que la influencia significativa puede resultar evidenciada a través de la representación en el consejo de administración u otro órgano equivalente de dirección de la empresa participada, o de su intervención en otros aspectos de la gestión, como en los procesos de fijación de sus políticas o en decisiones que afecten a las relaciones empresariales entre ambas entidades. Pero también la «influencia significativa» puede resultar de otras relaciones que manifiesten la vinculación entre las entidades, tales como las transacciones que tengan una cierta importancia, el intercambio de personal directivo o el suministro de información técnica esencial<sup>255</sup>.

---

<sup>255</sup> El Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, al tratar las «Empresas del grupo, multigrupo y asociadas» señala que «Se entenderá que una empresa es asociada cuando, sin que se trate de una empresa del grupo, en el sentido señalado anteriormente, la empresa o alguna o algunas de las empresas del grupo en caso de existir éste, incluidas las entidades o personas físicas dominantes, ejerzan sobre tal empresa una influencia significativa por tener una participación en ella que, creando con ésta una vinculación duradera, esté destinada a contribuir a su actividad.

En este sentido, se entiende que existe influencia significativa en la gestión de otra empresa, cuando se cumplan los dos requisitos siguientes:

a) La empresa o una o varias empresas del grupo, incluidas las entidades o personas físicas dominantes, participan en la empresa, y

Se advierte así un cambio de tendencia que desplaza el criterio del control basado en una determinada participación social en el capital de la sociedad para advertir la presencia de otros elementos que inciden en su funcionamiento, sin necesidad de llegar a configurar situaciones de control. Esto tiene una particular incidencia en la consideración como empresas asociadas de aquellas entidades de propósito especial independientes de las entidades patrocinadoras, respecto de las cuales el sponsor no adquiera la condición de «principal beneficiario». En tales circunstancias, cuando la designación de varios administradores quede en manos de la patrocinadora o su comportamiento sea influyente de su conducta, esta se verá obligada a incluir a la entidad de propósito especial como una partida independiente en su balance. Pero aun a falta de lo anterior, este deber se ha de entender igualmente extensible a aquellos supuestos en los que la preconfiguración de sus estructuras confiera a la patrocinadora una cierta participación en los procesos de fijación de las políticas financiera y de explotación de la entidad <sup>256</sup>.

Otro tanto se puede predicar respecto de la presentación de servicios de gestión entre las entidades que comporte un intercambio de personal directivo, a los efectos de la consideración de la entidad de propósito especial como «empresa asociada». Y también cuando la entidad patrocinadora suministre información técnica esencial, especialmente en las entidades en las que el propósito especial consista en actividades de investigación y desarrollo o de ejecución de proyectos. En tales circunstancias, aunque falte el elemento definitorio del control, en atención a la entidad patrocinadora como principal beneficiaria de la actividad económica de la entidad de propósito especial, to-

---

b) Se tenga el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de explotación de la participada, sin llegar a tener el control.

Asimismo, la existencia de influencia significativa se podrá evidenciar a través de cualquiera de las siguientes vías:

1. Representación en el consejo de administración u órgano equivalente de dirección de la empresa participada;

2. Participación en los procesos de fijación de políticas;

3. Transacciones de importancia relativa con la participada;

4. Intercambio de personal directivo; o

5. Suministro de información técnica esencial.

Se presumirá, salvo prueba en contrario, que existe influencia significativa cuando la empresa o una o varias empresas del grupo incluídas las entidades o personas físicas dominantes, posean, al menos, el 20 por 100 de los derechos de voto de otra sociedad».

<sup>256</sup> Por ello, CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS*, cit., p. 222 ss., concede preferencia a una interpretación cualitativa, situada en la órbita de la que dirección unificada sobre la política de la entidad de propósito especial, en consideración a la posición legal del sponsor y a la cronología del control; y todo ello frente a posturas cuantitativas basadas en la consideración de los beneficios o ventajas obtenidos y los riesgos o pérdidas asumidos.

davía cabría la integración contable de su actividad por la vía de su incorporación a sus estados financieros como «entidad asociada»<sup>257</sup>.

En este mismo orden de cosas, con un cambio de terminología, la NIIF 10 recoge la figura de los intereses que no comporten el control de la entidad (*Non-controlling interests –NCIs–*). En este punto también exige que la matriz incluya tales intereses en sus estados financieros consolidados de forma separada a las participaciones de sus accionistas o propietarios en tal entidad<sup>258</sup>. Reconoce así la posibilidad de una presencia compartida en los intereses de la entidad asociada con otros sujetos personas físicas, lo cual requerirá que la entidad patrocinadora haga una mención separada respecto de las ganancias o pérdidas derivadas de su participación que traigan causa de aquellos «intereses»<sup>259</sup>. Y ello incluso cuando el «interés» de la sponsor, que no queda circunscrito al concepto estricto de su «participación» en el capital, no comporte el control de la entidad, aun en conjunción con sus propietarios o accionistas, en atención a los diferentes intereses presentes en la entidad controlada y a la distribución de los resultados entre sus beneficiarios<sup>260</sup>.

### 3. EXCLUSIONES DE LA OBLIGACIÓN DE CONSOLIDACIÓN CONTABLE

#### 3.1 Sociedades vehiculares y conjuntos de activos mantenidos para la venta

El artículo 43 del Código de comercio excluye de la obligación de consolidar en España a aquellos subgrupos dependientes de otra entidad extranjera y a aquellos otros que, por su dimensión, no alcancen una cierta trascendencia en el mercado, salvo que alguna de las sociedades del grupo tenga la consideración de entidad de interés público<sup>261</sup>. A las excepciones anteriores la reforma introducida por la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, ha

<sup>257</sup> En tal sentido se ha de atender a la NIA 22 sobre «combinaciones de negocios» para delimitar el criterio de evaluación de los activos, de los pasivos y de los intereses en otras entidades.

<sup>258</sup> El apartado 22 de la NIIF 10 alude así a los diferentes intereses de la matriz y de sus propietarios o socios y, en virtud de ellos, exige su contabilización separada.

<sup>259</sup> Así se reconoce, igualmente, para el caso del acaecimiento de pérdidas, en el apartado B94 de la NIIF 10.

<sup>260</sup> Para ello los apartados B89 y B94 de la NIIF 10 atribuyen los beneficios o las pérdidas derivadas de la actividad de la entidad participada a los socios o propietarios de la entidad que tengan intereses que no sean de control, en consideración a la totalidad de los intereses de propiedad (*ownership interests*) en ella presentes.

<sup>261</sup> Por todos, BONARDELL LENZANO, R., *Régimen jurídico de la contabilidad*, cit., p. 333 ss.

añadido al artículo 43 del Código de comercio la falta de un interés significativo, individual y en conjunto, de las sociedades dependientes para la imagen fiel del grupo que han de expresar las cuentas consolidadas. Junto al supuesto anterior, exime la obligación de consolidar en aquellos casos excepcionales en los que la información no pueda obtenerse por razones debidamente justificadas, en los que la participación tenga exclusivamente por objetivo su cesión posterior, y en los que existan graves restricciones que obstaculicen el ejercicio del control de la sociedad dominante sobre la dependiente<sup>262</sup>.

Conviene ahora prestar atención en estas dos últimas excepciones. En virtud de la primera, la falta de consolidación puede deberse a que la participación tenga exclusivamente por objetivo su cesión posterior<sup>263</sup>. Esto puede tener una particular significación en la creación de entidades de propósito especial que tengan un carácter estrictamente vehicular, esto es, que sean creadas con el propósito de proceder, tras la realización del proyecto, a su venta a través de la cesión de la participación que la entidad patrocinadora tenga en ellas. Esto puede ser frecuente en el específico ámbito de la financiación de proyectos, en el que la sociedad o entidad es creada al objeto de desarrollar, hasta su completa ejecución, una determinada instalación industrial u obra de ingeniería que pueda generar determinados rendimientos económicos una vez sea puesta en funcionamiento.

A través de esta mera creación «instrumental», la sociedad patrocinadora del proyecto busca ceder en bloque todos los elementos patrimoniales, incluidos las autorizaciones, licencias o concesiones de la entidad de propósito especial. Ante la falta de una voluntad de control permanente sobre la entidad de propósito especial, que tiene una finalidad estrictamente vehicular y puesto que la participación de la patrocinadora solo persigue su cesión posterior a un tercero para que proceda a su explotación, decae la obligación de consolidación contable. A este fin, la elección de la forma de sociedad de capital, a partir del régimen de transmisión de sus acciones y participaciones, adopta un

---

<sup>262</sup> Cfr., la exención de consolidación prescrita por el artículo 23 de la Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo. Véase, asimismo, el Real Decreto 602/2016, de 2 de diciembre, por el que se modifican, entre otros, los artículos 7 y 10, apartado segundo, de las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas aprobadas por el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre.

<sup>263</sup> En este sentido, el artículo 19, en su letra f, del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, señala la figura de la «sociedad preconstituida» como aquella constituida «sin actividad económica real para su posterior transmisión a terceros» a través de la transmisión de sus acciones o participaciones sociales.

papel central. Con todo, en esta tipología societaria el control proviene de una relación contractual entre el sponsor y la entidad de propósito especial y, por lo tanto, la transmisión puede tener igualmente lugar a través de la cesión de los intereses económicos que puedan corresponder al beneficiario principal.

En esta instancia, el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas, contiene en su sección cuarta un particular «régimen de inversiones en sociedades mantenidas para la venta». Según su dictado, una sociedad dependiente que constituya un grupo enajenable de elementos mantenidos para la venta, o a disposición por otra causa, se habrá de integrar globalmente. De este modo, cuando una entidad que en principio haya de asumir la condición de controladora se halle comprometida por un plan de venta u otra forma de disposición que implique la pérdida del control de una sociedad dependiente, clasificará todos los activos y pasivos de esa dependiente como mantenidos para la venta, aun cuando tenga previsto retener una participación en dicha sociedad<sup>264</sup>.

Además, el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, en el apartado sobre «activos no corrientes y grupos enajenables de elementos mantenidos para la venta», aclara el cómputo valorativo de la participación en tales entidades cuando su objeto sea específicamente de inversión o especulativo<sup>265</sup>. Así, los activos se valorarán por el menor importe que resulte de su valor contable, en el que se tendrá en cuenta el deterioro del activo y su valor razonable menos los costes de venta. Posteriormente, el activo mantenido para la venta no se amortizará y cualquier corrección valorativa sobre su valor contable no podrá exceder el valor razonable menos los costes de venta<sup>266</sup>. Este mismo criterio se mantiene, esencialmente,

---

<sup>264</sup> Artículo 14.1 del Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas.

<sup>265</sup> De esta forma el apartado segundo del artículo 14 del Real Decreto 1159/2010 excluye la aplicación del método de puesta en equivalencia o integración proporcional a las inversiones en empresas asociadas y multigrupo, que solo se dará cuando el activo o los activos dejen de ser mantenidos para su venta.

<sup>266</sup> «Cuando un activo deje de cumplir los requisitos para ser clasificado como mantenido para la venta se reclasificará en la partida del balance que corresponda a su naturaleza y se valorará por el menor importe, en la fecha en que proceda su reclasificación, entre su valor contable anterior a su calificación como activo no corriente en venta, ajustado, si procede, por las amortizaciones y correcciones de valor que se hubiesen reconocido de no haberse clasificado como mantenido para la venta, y su importe recuperable, quedando registrada cualquier diferencia en la partida de la cuenta de pérdidas y ganancias que corresponda a su naturaleza... Las correcciones valorativas por deterioro de los activos no corrientes mantenidos para la venta, así como su reversión cuando las circunstancias que las motivaron hubieran dejado de existir, se reconocerán en la cuenta de pérdidas y ganancias, salvo cuando proceda registrarlas directamente en el patrimonio neto de acuerdo con los criterios aplicables con carácter general a los activos en sus normas específicas».

en el caso de los «grupos enajenables de elementos mantenidos para la venta», considerados como conjuntos de activos y pasivos directamente asociados, aun cuando alguno no tenga la consideración de activo no corriente, que se vayan a enajenar de forma conjunta en una única transacción. De este modo, las reglas de valoración de los activos y sus pasivos asociados exige atender al menor importe entre su valor contable, donde se puede considerar el deterioro de valor del inmovilizado material, y su valor razonable menos los costes de venta.

No obstante, este criterio no resulta de aplicación a los activos financieros, lo cual resulta de interés en el caso de las entidades vehiculares de carácter financiero, esto es, para aquellos «beneficiarios principales» con intereses en una entidad de propósito especial cuyo patrimonio esté compuesto primordialmente por activos financieros. A estos, sin embargo, les será de aplicación las normas de valoración que afecten a los instrumentos financieros. Todo ello sin perjuicio de que, en el caso de que pierdan la consideración activos mantenidos para la venta, tengan que seguir las reglas contables previstas para las empresas del grupo, multigrupo y asociadas.

A efectos de valoración, por lo tanto, el conjunto se sujetará a los criterios establecidos en la norma séptima sobre «activos no corrientes y grupos enajenables de elementos mantenidos para la venta» del Plan General de Contabilidad. De este modo, los activos y pasivos de la sociedad dependiente se incorporarán en el balance consolidado en los epígrafes «activos no corrientes mantenidos para la venta» y «pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta». Por consiguiente, no se trata tanto de que estas entidades vehiculares no aparezcan como tales en las cuentas, sino más bien que no les serán de aplicación las reglas específicas de la consolidación contable. A falta de sujeción a consolidación contable, habrán de aparecer en partidas separadas que especifiquen la naturaleza de la inversión y, en concreto, la existencia de un control de carácter temporal. En este orden de cosas, a la situación de control o dependencia se superpone la voluntad de su enajenación, que ha de quedar plasmada en un plan de venta o en otra forma de disposición que suponga la pérdida de su control.

En todo caso, para mantener tal consideración, la adquisición de una participación de control en una sociedad con el propósito de su posterior enajenación, de modo que su valor contable se recupere fundamentalmente a través de su venta, en lugar de por su uso continuado, requiere la concurrencia de una serie de requisitos definidos en la norma séptima de valoración y registro del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. En primer lugar, la entidad controladora ha de tener la disponibilidad del activo y las facultades necesarias a tal fin, de tal forma

que pueda ser objeto de venta inmediata. Junto a los anteriores, se han de dar determinadas circunstancias que acrediten esta finalidad. Entre ellas la existencia o iniciación de un plan o programa de venta, la negociación de un precio adecuado al valor razonable que tenga el activo, y la probabilidad del mantenimiento del plan en tales términos.

Estos requisitos, si bien pueden no cumplirse en el momento de la adquisición, al menos habrán de tener lugar dentro de un corto periodo de tiempo tras la adquisición, que por lo general, no se podrá extender más allá de los tres meses siguientes<sup>267</sup>. Por último, para computar el activo como activo mantenido para la venta, se ha de prever su ejecución dentro del año siguiente a la fecha de la clasificación del activo, si bien la norma de registro contable admite que, por hechos o circunstancias fuera del control de la empresa, el plazo de venta se tenga que alargar, siempre y cuando todavía exista evidencia suficiente del compromiso de cumplimiento del plan de disposición del activo o del conjunto de activos y pasivos puestos a la venta. Con ello, la regla de valoración del activo no corriente o grupo enajenable adquirido sigue el criterio del valor razonable menos los costes de venta estimados.

En definitiva, para aquellas entidades de carácter vehicular en las que la intervención de la entidad patrocinadora comporte un compromiso posterior de enajenación de su interés sobre la empresa de propósito especial creada, en particular en la ejecución de proyectos, la consolidación contable encuentra una relevante excepción. Excepción que no requiere necesariamente la enajenación de la inversión en el corto plazo de un año, sino que puede extenderse, acompañándose hasta la completa ejecución del proyecto, durante el tiempo necesario hasta la completa enajenación de la participación del control. No se quiere decir con esto que se trate de una inversión opaca, al modo de las entidades «off shore», sino que las reglas contables previenen unos criterios específicos de valoración y de registro de esta inversión que reflejan el compromiso o la previsión de la enajenación de los «activos mantenidos para la venta», así como los criterios que permiten mantener tal consideración.

### **3.2 Restricciones permanentes al control y condiciones para la autorización de la exclusión**

Un segundo caso relevante, aunque excepcional, que autoriza la exclusión de la obligación de consolidar las cuentas, es aquel en el que existan gra-

---

<sup>267</sup> Cfr., apartado cuarto del artículo 14 del Real Decreto 1159/2010.

ves restricciones que obstaculicen el ejercicio del control de la sociedad dominante sobre la dependiente. Así lo reconoce el párrafo 13 (b) de la NIC 27 cuando indica que una subsidiaria puede quedar excluida de la consolidación si «opera bajo fuertes restricciones a largo plazo, que menoscaban de forma significativa su capacidad para transferir fondos a la controladora».

En las sociedades de propósito especial pueden tener lugar estas limitaciones del control por parte de la entidad patrocinadora cuando aparezcan restricciones en la actividad que puedan desarrollar los administradores o la entidad patrocinadora designe administradores independientes. No obstante, la predeterminación de las actividades en un régimen autopilotado despeja toda duda acerca de la existencia de graves restricciones que obstaculicen el ejercicio del control, puesto que el control ya queda ordenado en la fase constitutiva<sup>268</sup>. En ese sentido, en consonancia con la NIC y con la consideración de la entidad sponsor como «principal beneficiaria», el supuesto de exclusión anterior debería quedar circunscrito a las restricciones significativas para transferir fondos a la controladora. Solo entonces, ante la falta de capacidad para trasladar las ventajas o los beneficios que generen las actividades de la entidad de propósito especial, cabría admitir que esta entidad quedara fuera del parámetro de consolidación contable de la entidad patrocinadora.

Por otra parte, la NIIF 10 incorpora algunos elementos interpretativos, en la elaboración de los estados financieros consolidados, que permiten la exclusión de determinadas entidades. Además de los criterios de exclusión de las sociedades intermedias dependientes de otra entidad controladora, asimismo autoriza dicha exclusión cuando, tratándose de una sociedad participada parcialmente, el resto de propietarios, tengan o no derecho de voto, admitan su exclusión. Para ello su capital, sus inversiones o sus instrumentos financieros no han de ser objeto de negociación en los mercados financieros, de cualquier tipo, ni se han de hallar sujetos a supervisión por entidades de control (véase la Comisión Nacional de Valores) u otra organización administrativa. Por último, para que pueda tener lugar esta exclusión, la NIIF 10 exige que la matriz o cualquier entidad intermedia del grupo emita estados financieros, de acuerdo con las NIIFs, en los que las entidades filiales aparezcan consolidadas o al menos la valoración de su patrimonio se sujete a precios de mercado<sup>269</sup>. Con todo ello se advierten los relevantes condicionantes que impone la

---

<sup>268</sup> Así lo aclaraba la Interpretación de la SIC 12 en referencia a que la predeterminación por parte de la entidad que consolida, ya sea el patrocinador o un tercero que obtenga las ventajas o beneficios de las actividades de la entidad y en cuyo favor actué el patrocinador, constituye a menudo una demostración de la existencia de control sobre las actividades que la entidad de cometido especial lleva a cabo.

<sup>269</sup> Apartado 4.a) de la NIIF.



NIIF 10 para excluir la consolidación contable y su extensión a las entidades de propósito especial.

En suma, la NIIF 10 persigue que la falta de consolidación no afecte a los intereses de terceros fuera del grupo que resultaría consolidable. Entre ellos se han de considerar no solo los de los socios e inversores, sino en igual medida otros intereses que puedan resultar afectados por la utilización de las entidades de propósito especial. A tal fin, la integración de las inversiones existentes en estas entidades atendiendo a valores de mercado sirve para cubrir el déficit informativo que pueda causar la falta de consolidación de todas las entidades del grupo.

#### 4. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN EN LA MEMORIA CONSOLIDADA

##### 4.1 Evolución del ámbito informativo en el plano internacional

También la NIIF 10 alude a la traslación de los márgenes de consolidación al ámbito de la información sobre los intereses existentes en otras entidades contenido en la NIIF 12. A este marco se añade la SIC 27, para la plasmación de estados financieros separados, y la SIC 28, para las inversiones en empresas asociadas y en empresas conjuntas (*Investments in Associates and Joint Ventures*). Ya el FASB en su *Statement No.57* de 1982, referido a la información entre partes relacionadas (*Related Party Disclosures*) introdujo unos criterios por los cuales una parte especialmente relacionada podía ser considerada como la «principal beneficiaria» (*primary beneficiary*)<sup>270</sup>. Entre los aspectos a tener en cuenta comprendía la falta de independencia financiera de las entidades relacionadas, de modo que la una no pudiera realizar sus actividades sin el soporte financiero de la otra, la obtención de participaciones en la dependiente como contraprestación por las aportaciones o los préstamos efectuados y la presencia de directivos o trabajadores en la dependiente. Esta situación se podía dar, asimismo, cuando existiera una relación empresarial de carácter cerrado o un compromiso de fidelidad o vinculación permanente en los intereses variables, salvo que fuera necesario el consentimiento de esta parte independiente.

---

<sup>270</sup> Así, en su página 10 incluye no solo a las entidades cuya participación en la sociedad es considerada por la inversión en su capital, sino también todas aquellas partes con las que la empresa pueden tratar, si esta parte controla o puede afectar significativamente a las políticas de gestión u operativas de la sociedad, de modo que pueda llevar a que las decisiones de la sociedad no protejan sus propios intereses, sino los de la dominante.

Las relaciones específicas resultantes de las vinculaciones con estas «entidades de interés variable» supuso la obligación de la beneficiaria principal de informar acerca de las características de la entidad y de los aspectos esenciales de su actividad. Este contenido informativo se extendió, asimismo, a la obligación de declarar el importe y la diferente clasificación de los instrumentos financieros emitidos por la entidad para la asunción de sus obligaciones, así como los compromisos financieros entre la entidad de interés variable y su beneficiaria principal. Junto a lo anterior, aquellas otras entidades que no alcanzaran la condición de beneficiaria principal pero tuvieran un «interés variable significativo» en la entidad (*significant variable interest*) debían manifestar el límite de su exposición al riesgo como consecuencia de su participación en la entidad.

En este contexto, la FIN46(R) amplió la visión económica del control a aquellos aspectos relacionados con los beneficios generados por la actividad, y, en su caso, por los riesgos asumidos, más allá de la forma adoptada y de la existencia de vínculos sobre el capital o los derechos de voto. A su vez esta revisión dio pie a la necesidad de incorporar informaciones sobre las complejas estructuras patrimoniales y financieras que puede auspiciar una sociedad de propósito especial, a la luz del deber, bajo determinadas circunstancias, de proceder a la consolidación de las cuentas dentro de un concepto de grupo más amplio que permitiera su adscripción. Todo este contenido informativo en el plano contable permite, en definitiva, que los inversores tengan un conocimiento real de las implicaciones que resultan de las relaciones que se pueden establecer entre las entidades promotoras y las entidades creadas para un fin específico. A tal fin, la FIN46(R) exige que queden suficientemente explicitados los criterios para evaluar el posible el impacto, positivo, por las ventajas y beneficios, o negativo, por los riesgos asumidos, que la llevanza de estos asuntos puede tener para la empresa promotora, para la de nueva creación y, en su caso, para todo el conjunto grupal.

Desde el punto de vista del llamado análisis económico del derecho, la mejora de la información de las relaciones entre empresas vinculadas supone una evidente reducción de los costes de transacción, en la búsqueda de una mayor transparencia de las relaciones entre los distintos operadores económicos. Ello a su vez se traduce, en el plano normativo, en un incremento de la seguridad del tráfico jurídico<sup>271</sup>. Tras la evolución de la figura a partir del

---

<sup>271</sup> Desde la doble perspectiva del reconocimiento del vínculo y la información a dispensar al respecto, BARTH, M./CLINCH, G./SHIBANO, T., «Market effects of recognition and disclosure», *Journal of Accounting Research*, núm. 41, 2003, pp. 581-609; y AHMED, A./KILIC, E./LOBO, G., «Does recognition versus

año 2003, la imposición de informaciones contables no ha supuesto una reducción en la constitución de estas sociedades de propósito especial respecto a las creadas con anterioridad a la reforma legislativa. Y esto es así por cuanto tales cargas informativas son ampliamente compensadas por mor de los incentivos que propicia la separación de patrimonios ante situaciones que entrañen un riesgo económico de la inversión <sup>272</sup>.

Todo esto se ha de entender tanto en sentido positivo para la sociedad patrocinadora como para la sociedad creada con este específico objeto. A lo anterior se une la posibilidad de modelar la entidad, de forma que el patrocinador trate de proporcionarle la estabilidad financiera necesaria a través de los llamados «programas de viabilidad» y de la previsión de los flujos de caja entre las partes, con visos de monitorizar los beneficios que genere su actividad o cometido <sup>273</sup>. Todas estas ventajas no quedan desvirtuados por las imposiciones informativas ni de consolidación contable, que no hacen más que añadir ciertas cargas de gestión de la información para las entidades afectadas.

#### 4.2 Obligaciones de información en la memoria consolidada

La información relativa a la entidad de propósito especial, cuando quede sometida a consolidación dentro del grupo al que pertenezca, obliga a que la memoria consolidada, como documento descriptivo del conjunto de la información que comprenden las cuentas anuales, incluya determinados datos de carácter relevante. El artículo 48 del Código de comercio exige, entre otras, la mención expresa del nombre y domicilio de las sociedades comprendidas en la consolidación <sup>274</sup>, así como el supuesto del artículo 42 en el que se ha basado la consolidación, identificando la vinculación que les afecta para configurarlas dentro de un grupo.

Ahora bien, cuando se trata de una sociedad de propósito especial, la relación del control no viene incluida por los supuestos comprendidos en el

---

disclosure matter? Evidence from value-relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instruments», *The Accounting Review*, núm. 81, 2006, pp. 567-588.

<sup>272</sup> Tal y como manifiestan LUO T./WARFIELD, T., «The Implementation Effects of Expanded Consolidation», cit., pp. 559-560.

<sup>273</sup> Al respecto de las limitaciones que comporta el control normativo sobre la discrecionalidad de la gestión de la entidad de propósito especial, FENG, M./GRAMLICH, J./GUPTA, S., «Special purpose entities», cit., pp. 1833-1876; y DECHOW, P./MYERS, L./SHAKESPEARE, C., «Fair value accounting and gains from asset securitizations», cit., pp. 2-25.

<sup>274</sup> Con carácter general, BONARDELL LENZANO, R., *Régimen jurídico de la contabilidad*, cit., pp. 372 ss.

artículo 42 del Código de comercio, sino en el desarrollo que sobre esta materia se halla contenido en el apartado tercero del Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas. En particular se ha de estar al «poder de dirigir las políticas financieras y de explotación de una entidad, con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades»<sup>275</sup>. Con todo, la sociedad de propósito especial podrá quedar fuera del marco de consolidación cuando su patrimonio o situación financiera no suponga un interés significativo para la imagen fiel que deben expresar las cuentas anuales consolidadas, en cuyo caso el motivo de la exclusión también deberá figurar en la memoria consolidada (cfr., art. 48 Co.).

Esta misma información puede darse en el caso más excepcional, aunque no por ello puede descartarse en la práctica, de una sociedad de propósito especial de control o interés compartido que imponga la aplicación de un procedimiento de puesta en equivalencia o de un método de participación. En tal caso, la norma exige la constancia de la fracción de su capital y del porcentaje de los derechos de voto, que directa o indirectamente, tengan cada una de las entidades. Sin embargo este criterio de determinación del control por la participación o por los derechos de voto cohonesta la relación existente con las entidades de propósito especial, donde la exigencia informativa se debe entender desde la perspectiva de las ventajas o de los beneficios que la participación de la patrocinadora le vaya a reportar, en atención con los que también quepa reputar a otras entidades. Este mismo argumento puede ser traído para la consideración de la entidad de propósito especial en el marco del método de integración proporcional, como expresión de los medios que permiten la dirección conjunta de la entidad.

Incluso en la memoria consolidada, según el artículo 48 del Código de comercio, han de constar aquellas otras sociedades en las que las sociedades comprendidas en la consolidación posean directa o indirectamente un porcentaje no inferior al cinco por ciento de su capital. En este caso, la mención puede exigir que la entidad manifieste la existencia de intereses que no comporten el control por sí o a través de empresas de grupo, entre las cuales se pueden encontrar las entidades de propósito especial, en consideración a la

---

<sup>275</sup> CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS*, cit., p. 152 ss., contempla un modelo único de consolidación que abarque no solo el concepto de «rendimientos variables» y una posibilidad de influenciar la toma de decisiones de la entidad, sino que se extienda a la determinación de las posibilidades de actuación de la supuesta subsidiaria. Más ampliamente, en relación con la presentación de estados consolidados en los que se integre una entidad de propósito especial, con referencia en diferentes sectores de actividad, MOJADAD, M., *Zweckgesellschaften im Konzernabschluss nach HGB und IFRS (bilanzrechtliche Behandlung – Konsolidierung – Berichterstattungspraxis)*, ed. Schmidt, Berlín, 2013, passim.

participación en los beneficios que éstas puedan generar. Ahora bien, en atención al fin último del marco de la información dimanante de los procesos de consolidación de reflejar la imagen fiel del conjunto, siempre cabe la posibilidad de dispensa de estas informaciones cuando no tengan una incidencia significativa y, por lo tanto, «presenten un interés desdeñable».

## 5. LA DESCONSOLIDACIÓN DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

El apartado cuarto del artículo 44 del Código de comercio añade la obligación de informar en la memoria acerca de los cambios en la composición de las empresas incluidas en la consolidación en el curso de un ejercicio, a fin de que queden oportunamente reflejados en las cuentas anuales consolidadas de los ejercicios sucesivos. A este efecto también la NIIF 10 incide en el periodo de consolidación entre la obtención del control y la fecha en la que la entidad obligada a la consolidación cesa en el control de la entidad filial; y establece la obligación de ajustar las fechas de formulación de las cuentas o, en su defecto, de plasmar las principales transacciones o sucesos acaecidos entre ambos periodos<sup>276</sup>. En todo caso, una variación en las circunstancias o intereses puede no necesariamente comportar la pérdida de control, pero no obstante puede requerir un ajuste en la delimitación de los intereses que la dominante mantenga en la sociedad filial y en la necesidad de valorar a precio de mercado las transacciones realizadas que afecten a tales intereses<sup>277</sup>. Por último, la pérdida de control conlleva la necesidad de dar de baja los activos y pasivos de la antigua filial del estado consolidado, y también de reconocer, si existiera, alguna inversión en la filial como activo financiero a su valor razonable, así como de dar de alta la ganancia o pérdida asociada a la pérdida del control sobre la filial<sup>278</sup>.

Por lo tanto, en nada debe afectar a estas exigencias informativas la posibilidad de constituir sociedades de propósito especial con un interés legítimo de delimitar responsabilidades y encontrar expedientes adecuados para la realización de determinadas actividades económicas. Tampoco ello es óbice para negar la perspectiva puramente vehicular que pueden tener estas entidades, de

<sup>276</sup> Apartado B88 de la NIIF 10, que se ha de poner en relación con los apartados B92 y B93, que establecen un plazo máximo de tres meses entre la fecha de los estados financieros consolidados y los de la filial.

<sup>277</sup> Según los apartados 23 y B96 de la NIIF 10. Sobre la necesaria constancia de la decisión de consolidar o de desconsolidar la entidad de propósito especial, LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», cit., p. 188.

<sup>278</sup> Según el apartado 25 de la NIIF 10.

modo que la transmisión de los intereses que pueda tener la entidad patrocinadora suponga, a estos efectos, la salida de la de propósito especial del grupo consolidable. Ello puede obedecer a razones muy diversas como, dentro del mercado financiero, la intención de las entidades patrocinadoras de desinvertir con el fin de mejorar sus coeficientes solvencia, en relación con el conjunto de entidades que se adscriban a su grupo. La desconsolidación, por otro lado, puede obedecer a la necesidad de simplificar sus estructuras operativas, al igual que puede ocurrir con la escisión dentro del régimen de las modificaciones estructurales, sin que quepa atribuirle *per se* un carácter ilegítimo<sup>279</sup>.

## 6. LAS REGLAS DE CONSOLIDACIÓN Y DE INFORMACIÓN DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL DE CARÁCTER FINANCIERO: LAS CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

### 6.1 Las reglas de consolidación de las entidades de propósito especial de carácter financiero: las Circulares del Banco de España

Pese a la falta, hasta fechas recientes, de un reconocimiento explícito de las entidades de propósito especial como una realidad normativa para el Derecho contable, no obstante, esta realidad tipológica sí que han recibido un tratamiento específico en el marco de las entidades financieras, por influjo de la reacción normativa a los sonados escándalos financieros de principios de siglo. En particular, ha sido el Banco de España, a través de diferentes circulares, el organismo que ha de adaptado la realidad de las entidades de propósito especial en el mercado al ámbito regulatorio de las entidades financieras.

Un primer referente lo encontramos en la Circular número 4/2004, de 22 de diciembre, aplicable a las entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros<sup>280</sup>. A diferencia de la Circular número 4/91 que establecía, por defecto, la regla que permitía dar de baja del balance los activos asociados a las titulizaciones, la Circular 4/2004 establece, a tenor de las NIIFs, que solo puede tener lugar dicha baja en el balance en el caso de titulizaciones en las que exista una transferencia efectiva del riesgo. Junto a ello también añade la necesidad de especificar el tratamiento de las titulizaciones a efectos de los recursos propios. Con

---

<sup>279</sup> Sobre los ajustes regulatorios derivados de la desconsolidación de las entidades de propósito especial, puede verse la *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*, cit., p. 78.

<sup>280</sup> BOE núm. 314, de 30 de diciembre de 2004, páginas 42410 a 42508.

todo, reconoce que el tratamiento contable y de los recursos propios de las titulaciones dependerá de las características singulares de cada operación, donde vienen a jugar un rol relevante la constitución de entidades de propósito especial y las exigencias de información contable y de consolidación.

Así, dentro de la sección tercera de la Circular 4/2004, en relación con la consolidación, la norma cuadragésimo sexta dedica su apartado quinto a considerar la existencia de una «entidad de propósito especial» como vía de acceso de sus clientes a determinadas inversiones, o para la transmisión de riesgos u otros fines, como en el supuesto de las entidades estructuradas. Cuando una entidad de crédito haya constituido tales entidades o participe en ellas habrá de expresar, de acuerdo con procedimientos y criterios internos, si existe control y, por lo tanto, si deben ser o no objeto de consolidación. Este control, en virtud del apartado tercero de la norma tercera incluye, por otra parte, el supuesto en el que varias entidades, alguna de las cuales debe ser una entidad de crédito española, constituyan una unidad de decisión, aunque no exista participación entre ellas. Y si de los diferentes elementos que pueden evidenciar una situación de control no resultare una conclusión clara e indubitable de la existencia de una unidad de decisión, la Circular aun reconoce un deber general de incluir a la entidad de propósito especial en los estados consolidados de la entidad.

Téngase en cuenta que, con posterioridad, la Circular número 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España, de modificación de la Circular número 4/2004, en consonancia con la actual NOFCAC, exige que dichos métodos y procedimientos tomen en consideración, entre otros elementos, los riesgos y beneficios retenidos por la entidad de crédito, así como su capacidad para dirigir las políticas financiera y de explotación de la entidad constituida. Entre las manifestaciones que pueden determinar que la entidad de crédito controla una entidad de propósito especial, la Circular incluye la dirección de sus actividades en nombre y de acuerdo con las necesidades de aquella, de forma que la entidad de crédito obtenga beneficios u otras ventajas de sus actividades. Otras circunstancias que dan lugar a la consolidación tienen que ver con los poderes de decisión necesarios para obtener la mayoría de los beneficios de las actividades de las entidades de propósito especial; con los derechos para obtener la mayoría de sus beneficios u otras ventajas y, en consecuencia, con la exposición a los riesgos asociados a sus actividades; así como con la retención de la mayor parte de los riesgos inherentes a la propiedad o de los riesgos residuales relativos a la entidad o a sus activos<sup>281</sup>. No obstante, la ulte-

---

<sup>281</sup> El apartado 21 de la norma primera de la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información finan-

rior Circular número 5/2013, de 30 de octubre, del Banco de España, que modifica la aludida Circular 4/2004, y la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos, vuelve a la redacción original, parece ser, con objeto de simplificar la normativa, toda vez que esta previsión ya ha encontrado acomodo en la NOFCAC, como norma de rango superior<sup>282</sup>.

Por otra parte, la norma quincuagésimo cuarta de la Circular 4/2004 computa entre los elementos del pasivo financiero, como depósitos de clientela, el importe de las financiaciones captadas a través de las titulizaciones de activos; todo ello sin perjuicio de que, en su clasificación, el balance consolidado proceda a clasificarlas como débitos representados por valores negociables cuando tengan dicha naturaleza para la entidad de propósito especial integrada en los estados financieros consolidados. De este modo da un específico tratamiento contable al registro de aquellas operaciones de financiación realizadas a través de estas entidades. Y junto a ello la norma sexagésimo primera, tras la redacción dada por el apartado 2 de la Circular 5/2013, impone que las memorias consolidadas contengan una información específica sobre los compromisos, las decisiones, que habrán de quedar suficientemente motivadas, y las

---

ciera pública y reservada, y modelos de estados financieros, da una nueva redacción al apartado 5 de la norma cuadragésimo sexta de la Circular número 4/2004, en relación con los criterios generales de consolidación, según el siguiente tenor: «5. Cuando la entidad haya constituido entidades, o participe en ellas, con el objeto de permitir el acceso a sus clientes a determinadas inversiones, o para la transmisión de riesgos u otros fines, en ocasiones denominadas «entidades de propósito especial», determinará, de acuerdo con procedimientos y criterios internos, si existe control, tal y como se define en el apartado 3 de la norma tercera y por tanto si deben ser o no objeto de consolidación. Dichos métodos y procedimientos tomarán en consideración, entre otros elementos, los riesgos y beneficios retenidos por la entidad, así como su capacidad para dirigir las políticas financiera y de explotación de la entidad constituida. Las siguientes circunstancias, entre otras, pueden determinar que la entidad controla a las entidades a las que se refiere el párrafo anterior:

a) las actividades de esas entidades se dirigen en nombre y de acuerdo con las necesidades de la entidad, de forma que esta obtiene beneficios u otras ventajas de las actividades de aquellas.

b) la entidad, sustancialmente, tiene:

(i) los poderes de decisión necesarios para obtener la mayoría de los beneficios de las actividades de esas entidades.

(ii) los derechos para obtener la mayoría de los beneficios u otras ventajas de estas entidades y, en consecuencia, puede estar expuesta a los riesgos asociados a sus actividades.

c) la entidad con el fin de beneficiarse de su explotación, retiene para sí, sustancialmente, la mayor parte de los riesgos inherentes a la propiedad, o bien los riesgos residuales, relativos a la entidad o a sus activos».

<sup>282</sup> «5. Cuando la entidad haya constituido entidades, o participe en ellas, con el objeto de permitir el acceso a sus clientes a determinadas inversiones, o para la transmisión de riesgos u otros fines, en ocasiones denominadas «entidades de propósito especial», como por ejemplo las entidades estructuradas definidas en la norma sexagésima, determinará, de acuerdo con procedimientos y criterios internos, si existe control, tal como se define en el apartado tercero de la norma tercera, y por tanto si deben ser o no objeto de consolidación.

Si del análisis de los elementos no se alcanzase una conclusión clara e indubitable sobre el control de estas entidades, deberán ser incluidas en los estados consolidados de la entidad.».



previsiones de soporte financiero del grupo para atender a las necesidades de la entidad. Esta información será relevante a efectos de justificar la obligación de consolidar las cuentas de la entidad de propósito especial dentro del grupo del que la entidad de crédito sea cabecera<sup>283</sup>.

## 6.2 Deberes de información en la memoria de la entidad promotora: intereses en empresas estructuradas, acuerdos conjuntos e intereses en las empresas asociadas

El mismo esquema adoptado para la actual consolidación contable se percibe, sin embargo, cuando la Circular trata acerca de los intereses en empresas estructuradas, de los acuerdos conjuntos y de los intereses en las empresas asociadas. Tras la Circular 5/2013 también han de constar en la memoria las relaciones con las llamadas «entidades estructuradas», a las que se refiere como «como aquellas que se hayan diseñado de forma que los derechos de voto no sean el factor determinante para valorar quién controla la entidad», pero que, a falta de otros criterios de delimitación del control, no hayan sido consolidadas<sup>284</sup>.

En tal caso pone especial celo en que la información de la memoria recoja la naturaleza, la extensión, los riesgos asociados y los cambios de los intereses en tales entidades, incluyendo la exposición al riesgo resultante; y ello

---

<sup>283</sup> Esta información en los estados financieros consolidados alcanzará así a «la naturaleza y cambio en los riesgos asociados con entidades estructuradas consolidadas, incluyendo información sobre acuerdos contractuales que pudieran requerir del grupo soporte financiero. Asimismo, informarán del importe y de los motivos de prestar ayudas financieras que diese el grupo sin una obligación contractual; en caso de que esto hubiese provocado su consolidación, la entidad deberá explicar los factores relevantes para tomar dicha decisión. La entidad deberá informar de intenciones presentes de apoyar entidades de propósito especial consolidadas». Su exigencia, con carácter general, tanto para las entidades de propósito especial consolidadas, como para las que no queden sujetas a consolidación, puede verse en LOTZ, U./GRYSH-CHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», cit., p. 186.

<sup>284</sup> En tal sentido, los estados financieros consolidados, además de la identificación de las entidades dependientes, habrán de incluir «Cualquier juicio y asunción significativo que haya realizado a la hora de determinar si tiene control sobre una entidad, incluyendo aquellos realizados para determinar si es un agente o principal», así como «la naturaleza y alcance de cualquier restricción significativa a la transferencia de fondos desde las dependientes a la dominante o viceversa, ya sea en forma de dividendos o de reembolsos de préstamos y anticipos» y la «naturaleza y cambio en los riesgos asociados con entidades estructuradas consolidadas, incluyendo información sobre acuerdos contractuales que pudieran requerir del grupo soporte financiero. Asimismo, informarán del importe y de los motivos de prestar ayudas financieras que diese el grupo sin una obligación contractual; en caso de que esto hubiese provocado su consolidación, la entidad deberá explicar los factores relevantes para tomar dicha decisión. La entidad deberá informar de intenciones presentes de apoyar entidades de propósito especial consolidadas». Sobre la necesidad de distinguir cuando la posición del banco es la de un agente o la de una entidad de control de otra entidad de propósito especial, PÉREZ RAMÍREZ, J., «Crisis financiera: fallos de control y de vigilancia», *Crisis y reforma del sistema financiero* (coords. A. J. Recalde Castells, I. Tirado Martí y A. B. Perdices Huetos), 2011, ed. Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, pp. 35-46, p. 41.

aun cuando ya no exista relación contractual que las vincule. A este objeto, el apartado dos bis de la norma vigésimo primera de la Circular 4/2004 aclara que este particular «interés en una entidad» atiende no solo a factores contractuales sino a cualquier otro por el que una entidad quede expuesta, por cualquier medio, a la variabilidad de los rendimientos procedentes de otra. Entre ellos incluye la tenencia de instrumentos de deuda o de patrimonio, los apoyos de liquidez, las mejoras crediticias o las garantías, mientras que excluye la existencia de una mera relación comercial habitual<sup>285</sup>.

La información acerca de los intereses en entidades estructuradas no consolidadas que han constar en la memoria incluye su objetivo, su tamaño, sus actividades y su financiación. Asimismo, en la memoria ha de figurar la naturaleza de los riesgos que comportan, con mención de la comparativa entre el valor contable de los activos y pasivos reconocidos en los estados financieros relacionados con tales intereses. Igualmente, deberán constar las partidas en las que se encuentran reflejados y el importe y la estimación de la máxima exposición a pérdidas que tales intereses puedan suponer para la entidad de crédito<sup>286</sup>.

En defecto de tales menciones, la memoria deberá señalar el motivo del patrocinio de la «entidad estructurada», los ingresos procedentes de dicha entidad, y, en su caso, el valor contable de los activos a ella transferidos durante el ejercicio. Esta información se ha de extender, igualmente, a las características y a los motivos de la concesión de apoyo financiero, con base en un compromiso contractual o de otro modo, a la entidad «entidad estructurada»<sup>287</sup>. Se aprecia así que la normativa del Banco de España trata, a través de estos contenidos informativos, de abarcar los distintos caminos que pueden dar lugar a un impacto, positivo o negativo, en los resultados de la entidad patrocinadora, lo cual puede tener una correlativa incidencia en la responsabilidad de sus administradores o gestores con base en su obligación de una correcta formulación de las cuentas<sup>288</sup>.

---

<sup>285</sup> A estos efectos, se entenderá por «interés en una entidad» la implicación contractual o no contractual que expone a una entidad a la variabilidad de los rendimientos procedentes de los de otra entidad. Este interés puede evidenciarse mediante la tenencia de instrumentos de deuda o de patrimonio, así como por otras fórmulas, tales como apoyos de liquidez, mejoras crediticias o garantías. Una relación de carácter comercial habitual no supone necesariamente un «interés en otra entidad».

<sup>286</sup> Mismas exigencias que recogen, con carácter general, LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», cit., p. 186-7, a tenor de la SIC 12 y de la US-GAAP 81010-50, tanto para las entidades de propósito especial consolidadas, como para las no consolidadas.

<sup>287</sup> Acerca de la necesaria divulgación acerca de la intención de apoyar a una entidad de propósito especial, se halle o no sujeta a consolidación, LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», cit., pp. 186-7.

<sup>288</sup> De forma similar, CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS*, cit., p. 230 ss; y GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 370, en particular en los casos de negligencia grave y fraude en la inclusión de las entidades de propósito especial en la consolidación contable.

Con carácter general la memoria también habrá de evaluar la naturaleza, la cuantía y el efecto financiero de la participación de la entidad de crédito en las empresas asociadas, así como la naturaleza y los cambios en los riesgos derivados de tal participación en los negocios conjuntos. En este punto el concepto de «intereses minoritarios» permite reflejar la información financiera de la dependiente, con mención de los dividendos pagados a los socios externos y un resumen de sus activos, pasivos, resultados y flujos de caja, según el método de integración global o de participación correspondiente. La Circular 6/2008, de 26 de noviembre, incorporó posteriormente un apartado cuarto a la norma cuadragésimo sexta por el cual estableció la presunción *iuris tantum* de influencia significativa cuando la entidad inversora, directamente o a través de otras entidades del grupo, posea, al menos, el veinte por ciento de los derechos de voto de la participada<sup>289</sup>.

Tras la modificación llevada a cabo por la Circular 5/2013, la memoria también habrá de atender con mayor detalle a la relación contractual con otros inversores que den lugar a un control conjunto o a una influencia significativa, en particular cuando se ejerza a través de un entidad de propósito especial, y sobre los juicios y asunciones más significativos que hayan servido para justificar y delimitar su participación<sup>290</sup>. Por otra parte, la norma vigésimo tercera exige la incorporación de los activos financieros al balance después de integrar globalmente todas las entidades dependientes. En concreto, para las transferencias realizadas a las entidades de propósito especial es necesario, en principio, que se transmitan sustancialmente sus riesgos y beneficios o que, aun no existiendo transmisión ni retención sustancial de éstos, tenga lugar la del control del activo financiero. Para ello estas entidades han de quedar integradas globalmente en el grupo, al igual que los fondos de titulización, cuando coloquen en el mercado los derechos de participación en los activos financieros subyacentes que posean y gestionen inversiones de personas que no sean partes vinculadas al grupo<sup>291</sup>.

---

<sup>289</sup> «Se presumirá, salvo prueba en contrario, que existe influencia significativa cuando la entidad inversora, individualmente o junto con las restantes entidades del grupo, posean, al menos, el 20% de los derechos de voto de la participada».

<sup>290</sup> «La entidad revelará aquella información que permita a los usuarios evaluar la naturaleza, cuantía y efecto financiero de su participación en acuerdos conjuntos y entidades asociadas, incluyendo la naturaleza y efecto de su relación contractual con otros inversores con control conjunto o influencia significativa sobre sus operaciones conjuntas o asociadas, y la naturaleza y cambios en los riesgos asociados con su participación en negocios conjuntos y asociadas. A su vez, informará de los juicios y asunciones más significativas que han servido de base para determinar la existencia de control conjunto o de influencia significativa, y el tipo de control conjunto cuando se ejerce a través de una entidad de propósito especial separada».

<sup>291</sup> La norma vigesimotercera, en su apartado 13, con posterioridad a la Circular 6/2008, agrupa los pasivos financieros, a efectos de su gestión y valoración, en las partidas «cartera de negociación», «otros

Por otra parte, la Circular 5/2013, como botón de muestra de la necesidad de conceder mayor transparencia en este sector, tanto en la creación como en las relaciones que mantengan las entidades de crédito con las entidades de propósito especial en las que participen, exige un mayor contenido informativo de la memoria de las cuentas consolidadas. Estas mayores exigencias para la concesión de información al mercado son aplicables tanto a las relaciones de carácter grupal con estas entidades, como cuando la inversión no alcance a la obtención del control y, por lo tanto, la entidad de propósito especial solo sea considerada como una empresa de control conjunto o una empresa asociada.

## 7. NORMAS INTERNACIONALES DE CONSOLIDACIÓN E INFORMACIÓN SOBRE LAS ENTIDADES DE INVERSIÓN Y LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

Todo lo anterior, por otra parte, se ha de completar con el tratamiento que la NIIF 20 concede a las «entidades de inversión». La NIIF 20 no aplica el criterio de la consolidación contable o de la combinación de negocios cuando se verifique la existencia de varios inversores, siempre y cuando no tengan la condición de partes especialmente relacionadas y, a su vez, la «entidad de inversión» tenga intereses en otra entidad. En su lugar basta con presentar los instrumentos financieros y las pérdidas o ganancias por ellos generados de acuerdo con los criterios de valoración fijados por la NIIF 9 o en la NIIF 39.

En estos casos, la ausencia de consolidación impide que las operaciones intragrupo o entre ambas partes puedan ser objeto de compensación<sup>292</sup>. Aun y con todo, cuando la filial de la entidad de inversión proporcione servicios relacionados con las actividades de inversión de la entidad en la que tenga intereses, estará obligada a la consolidación<sup>293</sup>. Se evidencia con esta previsión que las entidades que realicen actividades económicas o empresariales más allá de

---

pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias» y «pasivos financieros a coste amortizado». Esto se ha de entender sin perjuicio de que, si se dan las condiciones para ello, se deban presentar como «pasivos asociados con activos no corrientes en venta» o correspondan a «derivados de cobertura», «ajustes a pasivos financieros por macro-coberturas» o «capital reembolsable a la vista», en cuyo caso tendrán representación de forma independiente. Y en este ámbito aclara que el balance individual ha de recoger el importe de las financiaciones captadas a través de titulizaciones de activos, sin perjuicio de que en el balance consolidado proceda a clasificarlas como «débitos representados por valores negociables» cuando tengan dicha naturaleza para la entidad de propósito especial integrada en los estados financieros consolidados que hubiese servido para captar tales financiaciones.

<sup>292</sup> Al respecto, el apartado cuarto de la SIC 24 y el apartado octogésimo de la SIC 39.

<sup>293</sup> Sobre la consideración como entidad de inversión y la exención de consolidación contable, se ha de estar a los apartados 31 y 32 de la NIIF 10, en relación con su apartado 28.

las meras labores especulativas o financieras se hallan, por este motivo, obligadas a la consolidación de sus cuentas. Por lo tanto, la entidad matriz que realice aquellas actividades quedará sometida a la obligación de consolidar sus cuentas con las de la entidad de inversión dependiente<sup>294</sup>.

## 8. CONCLUSIÓN PROVISIONAL

El desarrollo de la regulación actual permite la consolidación contable de las entidades de propósito especial, si bien cabe igualmente su exclusión en determinados supuestos, obligación que es entonces sustituida por la de incorporar determinadas informaciones en la memoria y, en su caso, en el informe de gestión de la entidad promotora<sup>295</sup>. En consecuencia, se puede concluir que estas entidades no tienen *per se* un carácter ilegítimo. Pese a las críticas vertidas en torno a este proceder en la organización de los intereses de unas entidades en otras *ad hoc* constituidas sin una participación relevante ni en su capital ni en las cuotas de su patrimonio, ni la *Sarbanes-Oxley Act* ni la posterior *Dodd-Frank Act* en los Estados Unidos, auténticos referentes normativos en la materia a nivel global, han introducido limitaciones a su utilización. Al contrario, ambas han tratado de reconocer la utilidad de la figura y promocionar su transparencia informativa como mejor solución para reequilibrar la libertad de empresa con la seguridad del tráfico jurídico<sup>296</sup>.

Se trata, en definitiva, de una preocupación constante, motivada por las sucesivas crisis financieras, por desarrollar regulaciones contables y por armo-

---

<sup>294</sup> De este modo, el apartado 33 de la NIIF 10 considera que si la matriz está obligada a consolidar sus estados financieros con los de sus dependientes, procederá esta consolidación aun cuando la controlada sea una «entidad de inversión», así como la de las entidades a su vez dependientes de ésta.

<sup>295</sup> En este punto, en relación con los fondos de titulización, el artículo 17 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, además de prever, en determinadas situaciones, el deber del transmitente y, en su caso, del emisor de los valores, de disponer en el momento de la constitución del fondo de, al menos, cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios, exige que informe en sus memorias anuales acerca de las operaciones de transmisión de derechos de crédito presentes y futuros que afectan a los ejercicios respectivos, incluyendo todo tipo de operaciones que aseguren el buen fin del proceso de cesión. A ello se unen las obligaciones de información contenidas en los artículos 34 a 36, en relación con la publicación en la página web del fondo, de la escritura de constitución y, en su caso, las demás escrituras públicas posteriores, del folleto de emisión y, en su caso, de sus suplementos, y de los informes anuales y los informes trimestrales, así como la comunicación de hechos relevantes a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a los acreedores cuando los valores hayan sido admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

<sup>296</sup> Sobre la necesidad de atender no solo a cuestiones de calado económico, sino principalmente a que la información financiera conceda la suficiente transparencia acerca de las deudas que las entidades de propósito especial puedan generar, con impacto, en su caso, en el sponsor, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., pp. 392-3; y GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., p. 305.

nizar la información económica dentro de un mercado global. Esto ha llevado a la necesidad de variar las perspectivas tradicionalmente admitidas en los grupos de sociedades que trataban las situaciones identificativas del control con base en las situaciones de participación en el capital o en el patrimonio de entidades jurídicamente autónomas. Lo anterior puede tener particular relevancia cuando se trata de delimitar los pasivos incorporados o generados en el patrimonio de las entidades de propósito especial y en qué medida éstos pueden ser trasladados, por medio de los riesgos asumidos, a las entidades promotoras, especialmente cuando se trate de entidades de crédito. *Sensu contrario*, esta preocupación se halla también presente ante la necesidad de acreditar el sujeto o entidad que resulte el beneficiario último y principal de la actividad de la entidad de propósito especial, con independencia de su participación en la designación de los miembros de los órganos sociales o de los derechos de voto que posea.

Hacia el exterior, las exigencias informativas, sea por la vía de la consolidación, sea a través de su inclusión en los estados financieros de la entidad promotora, conceden al mercado y a los inversores un soporte a efectos de evaluar sus decisiones, que se une a las que proporcionan, en su caso, las agencias de calificación crediticia<sup>297</sup>. Su imposición trae causa en las limitaciones informativas con las que se encuentran, respecto de las entidades de propósito especial, los inversores que no guarden vinculación alguna con la entidad patrocinadora, incluso cuando adquieran la condición de titulares, propietarios o socios.

Esta misma cuestión, por mor de los riesgos que puedan ser asumidos por la sociedad patrocinadora, es trasladable a sus «socios externos» y, en su caso, a sus inversores. Por ello la necesidad de dar adecuada respuesta, a través de las exigencias informativas de los estados financieros, al impacto que pueden causar los compromisos asumidos con la entidad de propósito especial en su cuenta de resultados. De esta forma se traslada a los miembros de los órganos afectados, preferentemente a los administradores en las sociedades de capital patrocinadoras, la obligación de consolidar o, cuando así se prevea, de hacer constar estas informaciones en los estados financieros de la entidad dominante. En consecuencia, los administradores asumen la responsabilidad derivada de las omisiones o de los defectos informativos que se puedan advertir.

---

<sup>297</sup> Como resaltan LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», cit., p. 187, se trata, en todo caso, de un contenido mínimo, en particular referido a los riesgos sobre la situación financiera y los resultados de la entidad.

## CAPÍTULO 4

### **SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL Y RELACIONES CON EL DERECHO DE SOCIEDADES DE CAPITAL**

#### 1. CONSIDERACIONES PREVIAS

Dentro de las diferentes modalidades o estructuras a las que se puede acoger la entidad de propósito especial, y dadas las limitaciones con las que la creación de patrimonios fiduciarios se puede encontrar en nuestro sistema, si bien no se puede descartar el recurso a esta figura, lo bien cierto es que las sociedades mercantiles son un campo abonado para su acogida. Y dentro de ellas las sociedades cotizadas se manifiestan como una forma especialmente significada en la posición de las entidades patrocinadoras, en particular cuando se trata de la creación de entidades de propósito especial de carácter financiero, respecto de las cuales las entidades de crédito y de seguro adoptan una posición muy relevante.

Por el contrario, desde la posición de la entidad de propósito especial, la forma adoptada se sirve de la estructura de la sociedad anónima preferentemente cuando lo que se pretende es la posterior transmisión de la entidad, de modo que adquiere carácter vehicular o, como se verá, la condición de «entidad puente»<sup>298</sup>. La transmisibilidad de las acciones, frente al régimen más

---

<sup>298</sup> Así, en el marco de la financiación de proyectos, en el Derecho colombiano, como advierte PINZÓN FONSECA, D. F., «La fiducia mercantil como vehículo de propósito especial en *Project Finance*», *Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, núm. 123, 2015, pp. 547-575, p. 558, aun cuando la figura de la fiducia es admitida e influenciada por la del *trust*, frecuentemente los operadores económicos acuden a la sociedad anónima, o incluso, por la flexibilidad en su configuración, a la sociedad anónima simplificada, que permite modelar los aspectos de su funcionamiento interno. Con referencia a la forma de la sociedad anónima y a la limitada, LEÓN SANZ, F. J., «La transmisión de unidades productivas como

restringido de las sociedades limitadas y, desde luego, de las personalistas, facilita el propósito ulterior de la venta de todo su conjunto patrimonial. Con todo, no se puede obviar la posibilidad de la utilización de formas personalistas mixtas, como la sociedad comanditaria participada por una sociedad capitalista, como tampoco la eventual posibilidad de constituir departamentos estancos, desde un punto de vista patrimonial, dentro de las instituciones de inversión colectiva. Como tampoco se puede soslayar la utilización, si bien limitada por su orientación a intereses públicos, de fundaciones que canalicen la realización de estas actividades, bien directamente, bien a través de su participación en sociedades cuando resulte suficientemente limitada su responsabilidad (cfr., art. 24.2 de la Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones).

Sobre la base de la necesidad de encontrar una separación patrimonial entre la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial y de, en su caso, promover una forma que jurídicamente permita la transmisión de todo el conjunto sin alterar la personalidad jurídica, se ha de centrar la atención, ahora, en la utilización de las sociedades para el ejercicio de esta actividad. Ello puede ser especialmente relevante para el mantenimiento de las autorizaciones y de los contratos necesarios para continuar con el ejercicio de la actividad. Si nos referimos a la financiación de proyectos para la implementación de determinadas obras o instalaciones industriales, la sociedad anónima, como en épocas pretéritas, constituye un referente prototípico para la consecución de estos fines<sup>299</sup>.

La necesidad de aunar grandes cantidades de capital para la realización del proyecto, aun cuando puede quedar en parte desplazada mediante la intervención de financiadores que no participen del capital, pero que aseguren su posición jurídica por otras vías contractuales, es otro elemento a tener en consideración en relación con la forma social elegida. Por otra parte, la mayor libertad en la conformación tipológica de las sociedades limitadas puede hacer, sin embargo, que la adopción de esta forma societaria para la organización de la entidad de propósito especial sea la más atractiva para los operadores económicos, a mayor abundamiento tras la permisibilidad de la emisión de obligaciones. Con todo, las limitaciones a la transmisibilidad, salvo en situaciones de unipersonalidad, imprimen un carácter personalista a la entidad que no se compadece bien, en particular cuando atienda a propósitos vehiculares, con los fines para los que se crea.

---

objeto de aportación», *Estudios sobre derecho de Sociedades Liber Amicorum Profesor Luis Fernández de la Gándara*, ed. Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2016, pp. 889-912, p. 904.

<sup>299</sup> Sobre las distintas ventajas y desventajas de constituir sociedades anónimas o sociedades limitadas, como las dos formas societarias en disputa que permiten limitar la responsabilidad por deudas de los socios, en este ámbito, VAÑÓ VAÑÓ, M. J., *El contrato de «project finance»*, cit., pp. 151-2.



Por otra parte, la utilización de las sociedades de capital como veste de las entidades de propósito especial exige que la actividad se sujete, con la debida precisión, pero sin que ello constituya una relación de actos aislados, a la previsión estatutaria que designe su objeto social. En todo caso, en estas sociedades el objeto social queda identificado por el cometido específico al que atiendan, por lo que será habitual que la entidad patrocinadora delimite el campo de juego de los administradores o que incluso establezca trabas para la modificación o sustitución del objeto social, más allá del reconocimiento del derecho del socio disidente para separarse de la sociedad. En tal sentido se traslada al ámbito de la responsabilidad de los administradores la ejecución de aquellos actos que recaigan fuera de la esfera de la actividad económica para la cual la sociedad se haya constituido.

No obstante, la falta de nulidad de aquellos actos ejecutados en nombre de la sociedad que no recaigan dentro de la órbita del objeto social frente a terceros de buena fe hace necesaria, en estos supuestos, la previsión de sanciones específicas o de cláusulas penales que clarifiquen en este punto la relación entre los administradores y la sociedad. Esto puede tener relevancia, en particular, en las sociedades de propósito especial en las que la estructura de las relaciones entre los administradores y la sociedad se encuentre previamente modelada a través de los estatutos sociales. Tal cuestión, sin embargo, no es ajena a la realidad de nuestro Derecho de sociedades. El régimen estatutario de las prestaciones accesorias a las que eventualmente pueden quedar sujetos los socios o las acciones o participaciones que titulen puede incorporar este tipo de cláusulas, sin perjuicio de la función moderadora del juez, en caso de responsabilidad por falta de diligencia.

Por otro lado, el ánimo de lucro que identifica a estas entidades puede alumbrar los criterios generales que sirvan para determinar el flujo de caja o de efectivo que se ha de trasladar a la entidad patrocinadora y la obtención de ventajas por su actividad. Ello no obsta para que, ante las eventuales situaciones de insolvencia, hayan de ser tomados en consideración los derechos reconocidos a los acreedores, lo que lleva a la delimitación de la posición de los administradores en tales supuestos, cuestión que será tratada con posterioridad. En este marco asume un papel central el plan de viabilidad y su efectivo seguimiento o adaptación a la realidad económica de la sociedad, a fin de delimitar los criterios definitorios de la obtención del lucro repartible entre los socios.

De nuevo la cuestión se traslada no tanto a este aspecto, sino a la existencia de sociedades «huérfanas» o en las que la participación en el capital de la entidad patrocinadora sea irrelevante y en las que la aportación de la spon-

sor se articule a través de la venta o el suministro de bienes. Junto a esta práctica es frecuente la introducción de prestaciones de servicios u otros acuerdos que sirvan para la obtención de una remuneración en favor del sponsor, de modo que, con motivo de la programación de las actividades de las sociedades de propósito especial, quede así reducida, cuando no eliminada, por la relación entre beneficios y gastos, la existencia de dividendos repartibles. En estos casos se ha de volver a reconocer una cierta «relativización» de los derechos sociales para admitir la posibilidad de un control basado en la condición de «beneficiario principal» de la entidad promotora. Ello se logra a través de la ordenación, generalmente contractual, pero que también puede tener reflejo en los estatutos sociales, o incluso en la escritura fundacional, de los parámetros esenciales que rijan el funcionamiento de la sociedad de propósito especial<sup>300</sup>.

## 2. COMPETENCIAS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Por otra parte, la crisis económica y la utilización indiscriminada de este tipo de entidades, en particular en el sector financiero, pero también por grandes sociedades bajo la forma de sociedades cotizadas, ha hecho que las reformas normativas hayan traído al proscenio del Derecho de sociedades esta realidad y la necesidad de atajar algunos de sus efectos perniciosos. El Derecho mercantil de nuestro tiempo ha reaccionado a la crisis financiera, entre otras medidas, a través de la regulación de distintos aspectos esenciales, que en han pasado de estar al albur de la autorregulación por medio del llamado *soft law*, a quedar enmarcadas en un *hard law* o derecho imperativo.

Se aprecia así una reacción normativa como respuesta a algunos comportamientos abusivos en la utilización de las estructuras societarias. En primer lugar, la necesidad de plasmar los criterios que sirven para la determinación de la política de la gestión de riesgos ha llevado a la incorporación, al menos en las sociedades cotizadas, de sistemas internos de información y control y a la adopción de medidas tendentes a promover la participación de los socios en los órganos sociales, en lo que se ha dado en llamar el «activismo de los

---

<sup>300</sup> ZEREY, J.-C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», cit., pp. 27-8, entre las características de la SPE incluye: la separación patrimonial en la insolvencia (*Insolvenzfestigkeit*); la especificación de un propósito concreto o delimitado; el autopilotaje, junto con la externalización de estructuras de gestión que son llevadas a cabo por prestadores de servicios (*Dienstleister –corporate service providers*); la duración limitada al objeto para el que se constituye; la ubicación por razones fiscales o regulatorias, en relación con el llamado arbitraje regulatorio; y la ausencia de un capital relevante, que puede ser sustituido por compromisos de liquidez por parte del sponsor frente a los acreedores de la SPE.

socios»<sup>301</sup>. Por otra parte, desde la perspectiva de la gestión, esto se ha traducido en una mayor supervisión en la aprobación de las inversiones y de las operaciones estratégicas<sup>302</sup>.

En el punto que ahora nos ocupa, el Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas de 19 de mayo de 2006, posición luego mantenida en el Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2013, había venido advirtiendo que el Consejo debe prestar especial atención a la organización del grupo de sociedades, evitando en lo posible, según el Principio «conoce tu estructura» (*know-your-structure*), estructuras artificiales y complejas<sup>303</sup>. Para ello el Consejo en pleno debe responsabilizarse de la creación de entidades de propósito especial, esto es, de cualesquiera «vehículos» que, a pesar de tener personalidad jurídica propia, tengan una finalidad meramente instrumental y estén controladas por la sociedad cotizada. Esto incluye, de otra parte, las entidades radicadas en paraísos fiscales y, en general, aquellas operaciones o transacciones con un contenido análogo. Todas deben obedecer a motivos legítimos, y no menoscabar, de forma injustificada, la transparencia de las operaciones y de la estructura del grupo.

Tras Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, la recomendación tiene plasmación en la letra g de su artículo 529 ter, que impone que sea el consejo de administrador en pleno el que adopte la decisión, con lo cual, a su vez, excluye, de *lege lata*, que el administrador consejero delegado pueda adoptarla por sí solo. La reforma explicita que esta creación de un «vehículo finan-

---

<sup>301</sup> Por todos, BEBCHUK, L. A., «The Case for Increasing Shareholder Power», *Harvard Law Review*, núm. 118, 2005, pp. 833-914. Entre nosotros, sobre el activismo accionarial, DEL VAL TALENS, P., «Los consejeros independientes ante el activismo accionarial», *RDBB*, núm. 136, 2014, pp. 235-267.

<sup>302</sup> La Comisión de Expertos, nombrada a los efectos de realizar la propuesta relativa a la reforma legislativa en materia de gobierno corporativo –que luego daría lugar a la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo–, recoge estas preocupaciones. En su Estudio sobre la propuesta de modificaciones normativas, la Comisión de expertos en materia de Gobierno Corporativo, en documento de 14 de octubre de 2013, atiende al caso particular de las sociedades cotizadas, en relación con el conjunto de facultades indelegables del artículo 231-98 de la entonces Propuesta de Código Mercantil de 13 de junio de 2013. Respecto de la imposición de un conjunto de materias indelegables del Consejo de administración de las sociedades cotizadas, acude a la recomendación 8.ª del Código Unificado de buen gobierno y, entre otras cuestiones, presta singular atención a aquellos «asuntos que han adquirido una especial relevancia y que han sido objeto de especial consideración a partir de la crisis financiera: la determinación de la política de control y gestión de riesgos, y la supervisión de los sistemas internos de información y control; la aprobación de las inversiones u operaciones estratégicas, y la aprobación de la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales».

<sup>303</sup> Principio octavo de las Recomendaciones del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea sobre buen gobierno de las entidades de crédito (*Enhancing corporate governance for banking organisations*, Basel Committee on Banking Supervision), de febrero de 2006.

ciero» tiene, a su vez, un carácter estratégico o de gestión, por lo que esta facultad no queda reservada a la Junta general<sup>304</sup>. En tal sentido, el artículo 529 ter de la Ley de sociedades de Capital establece como facultades indelegables del consejo, además de las previstas con carácter general para todas las sociedades de capital que adopten esta forma de organización de la administración social (cfr., art 249 bis LSC) y de la específicas que en él se contiene, «la aprobación de la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales, así como cualesquiera otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga que, por su complejidad, pudieran menoscabar la transparencia de la sociedad y su grupo».

Si de una parte, en las operaciones relevantes sobre activos se ha asignado a la Junta general la competencia para su aprobación, en las sociedades cotizadas, cuando se trata de la aprobación de la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial, esta cuestión se ha traducido en su atribución normativa al consejo de administración en pleno. Con ello la reforma busca restar autoridad al consejero delegado o a la comisión correspondiente para colocar esta facultad en el centro del movimiento del gobierno corporativo. Late, en el trasfondo de la reforma, una preocupación por la incorporación de la entidad de propósito especial dentro de las estructuras el grupo de sociedades y la forma en la cual esta realidad se presenta en los estados financieros y en la información que las sociedades cotizadas han de reportar al mercado.

Asimismo se advierte una progresiva separación de estas formas sociales del régimen de las sociedades anónimas que les sirve de soporte y el reconocimiento de estructuras de grupo complejas donde, en su caso, se pueden integrar las entidades de propósito especial. La publicidad que acompaña a estas sociedades y la necesidad de protección de los inversores exige que el recurso a su titulización no menoscabe, de forma injustificada, la transparencia de las operaciones y la estructura del grupo. Por ello la necesidad de adoptar, desde del Derecho contable, medidas que garanticen, en unos casos, la consolidación contable de todas estas operaciones y, en otros, la concesión de informaciones que permitan identificar las relaciones y las operaciones relevantes existentes entre la entidad patrocinadora, en este caso, la sociedad cotizada, y la entidad

---

<sup>304</sup> También, con carácter general, el artículo 529 ter de la Ley de sociedades de capital, en concordancia con el Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de junio de 2013, encomienda al Consejo en pleno «las inversiones u operaciones de todo tipo que, por su elevada cuantía o especiales características, tengan carácter estratégico, salvo que su aprobación corresponda a la Junta General».

de propósito especial, cualquiera que sea el «vehículo» utilizado para su creación o que permita la participación de la sociedad cotizada en ella.

Del texto del artículo 529 ter de la Ley de sociedades de capital se advierten algunas consecuencias inmediatas. La primera es la correlación que lleva a cabo la norma entre las entidades de propósito especial y las entidades domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales. Una misma entidad puede aunar ambos elementos o uno solo de ellos, por obedecer, también, a realidades distintas. La segunda tiene que ver con la necesidad de que el Derecho capte esta realidad de forma adecuada, a fin de huir de criterios estrictamente formalistas.

Ya se ha dicho que en las entidades de propósito especial el carácter contractual, aun por vía de las relaciones implícitas, adquiere un carácter predominante, frente a criterios organicistas, para ordenar la actuación de la sociedad en el mercado. Por ello la regulación equipara a las entidades de propósito especial, dotadas de personalidad jurídica instrumental, aquellas otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga, esto es, en la que intervengan fondos fiduciarios en el ámbito internacional u otras modalidades vehiculares que sirvan a la misma función. En definitiva, esta regulación, de corte utilitarista, da cabida a la creación de estructuras complejas, incluso mediante entidades interpuestas de diferente naturaleza y, en consideración al carácter polimórfico que puede adoptar el control, busca alcanzar una correcta conformación del grupo de sociedades, o *lato sensu* de las entidades involucradas, a fin de procurar la oportuna transparencia a sus relaciones.

En el ámbito interno de la sociedad cotizada, la comisión de auditoría, que adquiere un carácter obligatorio, como el Consejo, como forma de organizar su administración, asume un papel relevante en el marco de las relaciones entre los distintos órganos y, en concreto, en la creación y ordenación de las sociedades de propósito especial (cfr., artículo 529 quaterdecies LSC). La reforma para la mejora del gobierno corporativo también asigna a la Comisión de auditoría, entre otras funciones, la de «informar, con carácter previo, al consejo de administración sobre la información financiera que la sociedad deba hacer pública periódicamente, la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales y las operaciones con partes vinculadas»<sup>305</sup>. Todo ello sin perjuicio de aquellas otras fun-

---

<sup>305</sup> El artículo 529 quaterdecies de la Ley de sociedades de capital, dedicado a la Comisión de Auditoría, además de su composición y funcionamiento, establece sus competencias básicas, entre las que incluye las de información al Consejo de administración acerca de «todas las materias previstas en la ley, los estatutos sociales y en el reglamento del consejo, y, en particular, sobre la información financiera que la

ciones informativas que le sean encomendadas sobre todas las materias previstas en la Ley, en los estatutos sociales y en el reglamento del consejo<sup>306</sup>. Se vuelve de esta forma a poner especial énfasis en la necesidad de articular los mecanismos para que la decisión de crear o participar en estas entidades pase por los filtros oportunos dentro de las estructuras orgánicas y obedezca a decisiones reflexionadas y con un juicio suficientemente informado. Para ello tienen que participar o, al menos ser convocados, todos los miembros del Consejo.

Los mecanismos de control anteriores establecen un *iter* de formación de la voluntad social, desde el impulso por el consejero delegado, los directivos u otros comités ejecutivos que pretendan la creación o la participación en entidades de propósito especial, pasando por el deber de información de la Comisión de auditoría, hasta la aprobación por el Consejo de administración. A su vez, esta imposición tiene una correlativa repercusión en la responsabilidad de los administradores sociales. Aclarada que la decisión corresponde al Consejo en pleno y que no puede ser delegada ni asumida por apoderados de la sociedad, junto al procedimiento prefijado para la toma de decisiones, el sistema articula criterios que impiden exculpar la posición jurídica del consejero, que se ve compelido a decidir sobre esta cuestión.

Es más, constituida como una de las materias indelegables, el legislador español reconoce su trascendencia dentro del marco de las políticas estratégicas y de negocios, que si bien se ubica dentro del marco de la discrecionalidad empresarial, queda al mismo tiempo sometida a la reglas de información al mercado. De esta forma, su incumplimiento da lugar al régimen de la responsabilidad exigible a los administradores sociales. En definitiva, se trata de encontrar mecanismos, externos e internos, que traten de extirpar del funciona-

---

sociedad deba hacer pública periódicamente; la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales y las operaciones con partes vinculadas, salvo que su conocimiento sea atribuido estatutariamente a otra comisión, que deberá tener una composición formada en su totalidad por consejeros no ejecutivos y estar integrada por, al menos, dos consejeros independientes, uno de los cuales deberá ser el presidente». En este punto, el artículo 283-35 del Anteproyecto de Ley de Código mercantil (ALCM) mantiene la misma redacción.

<sup>306</sup> Ya el Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas de 19 de mayo de 2006, en su apartado 52, en el contexto de la Recomendación octava, atribuía al Comité de Auditoría la función de informar al Consejo, con carácter previo a la adopción por éste de las correspondientes decisiones, sobre «la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales, así como cualesquiera otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga que, por su complejidad, pudieran menoscabar la transparencia del grupo». Actualmente el Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de junio de 2013 mantiene esta redacción en su recomendación 47. Acerca del «auditor interno» y de comités específicos de auditoría, asimismo, en los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance, cit.)*, pp. 55 y 59.

miento de las sociedades todas aquellas prácticas que busquen, de forma ilegítima, menoscabar la imagen de la situación patrimonial y de las inversiones de la entidad frente al mercado y los inversores, entre las cuales juega un rol protagonista la creación de entidades de propósito especial, así como cualquier otra participación de la sociedad cotizada en ellas.

### 3. VENTA DE ACTIVOS A LA ENTIDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL Y FINANCIACIÓN. RELACIONES CON LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES

#### 3.1 Consideraciones generales

Aparte de las cuestiones relacionadas con la integración de las entidades de propósito especial en el grupo de sociedades de la sociedad patrocinadora, o en el que, a su vez, ésta se integre, y de la necesidad de información al mercado de sus relaciones, la venta de elementos que permitan el inicio de la actividad económica de la entidad de propósito especial en el momento constitutivo también tiene una singular significación. Esto tiene un posterior desarrollo a través de la posibilidad de incorporar contratos de suministro y contratos de servicios que aseguren una cierta rentabilidad, debido a los márgenes industriales o profesionales que proporcionen a la sociedad patrocinadora.

En un momento inicial las relaciones entre la entidad sponsor y la de propósito especial toman forma bien vía la aportación, como consecuencia de la capitalización, siquiera mínima de la sociedad, bien de la venta de ciertos activos. Pero esta venta incluso puede tener lugar en un momento posterior para proporcionar la base patrimonial necesaria para correcta ejecución del proyecto. Con todo, las relaciones de las partes, desde el punto de vista tradicional del control, en determinados supuestos pueden no considerarse relacionadas en atención exclusiva a la participación en el capital social de la patrocinadora o de los derechos de voto de los que disponga. Por lo tanto, las relaciones contractuales entre ambas entidades, más allá de las aportaciones al capital, constituyen el elemento central de la formación y del ulterior funcionamiento de la sociedad de propósito especial<sup>307</sup>.

---

<sup>307</sup> Así se presenta, igualmente, en el ámbito de los fondos de titulización, lo cual lleva al artículo 17 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, a exigir que la sociedad gestora del fondo aporte a la Comisión Nacional del Mercado de Valores un documento suscrito por la entidad transmitente que contenga una descripción de los activos a incorporar y de sus características, tal y como

Dejando a un lado la cuestión relativa la existencia de partes vinculadas, respecto de la cual parece que no quepa duda, merced a la abstracción del control al ámbito del beneficiario principal de todo este constructo y a la programación de la influencia sobre las actividades la entidad de propósito especial, otro aspecto central lo constituye la voluntad de la patrocinadora de encontrar expedientes técnicos que le permitan separar activos de su patrimonio. Así, la transmisión de activos a otra entidad distinta, aunque sometida su control, evita, en caso de insolvencia propia o de la entidad creada, que sus efectos se comuniquen de un patrimonio a otro. Este elemento tipológico de estas entidades hace que la vía preferida, toda vez que la participación en el capital carezca de relevancia, no sea la de la aportación a sociedad, sino la de la venta en firme de los activos.

Esto justifica, al mismo tiempo, que la sociedad patrocinadora no opte por la realización de un préstamo como vía de financiación de la entidad. Si así fuera, ello comportaría, en caso de la insolvencia de la entidad de propósito especial, la incorporación de la sponsor a la masa pasiva en la reclamación de la devolución del pago de las cantidades pendientes. No obstante, *sensu contrario*, cuando se trata de una venta en firme, en caso de la insolvencia del sponsor, la entidad de propósito especial retiene el objeto de su propiedad, cuyo pago queda igualmente comprometido, pero sin que la insolvencia excluya un elemento patrimonial cuya propiedad le es atribuida, salvo que la que la administración o el juez decida en interés de la masa su reintegración al patrimonio del deudor concursado. En definitiva, la venta de un determinado bien, relevante para la consecución del propósito o cometido especial, constituye un elemento que confiere seguridad jurídica a todo el entramado negocial, donde se incluyen los potenciales inversores interesados en la participación en el proyecto, que queda así deslindado de cualquier afectación patrimonial por la relación con la sociedad o entidad promotora<sup>308</sup>.

Con todo, se ha de estar a la intervención de las partes o a la causa negocial, más allá del *iuris nomen* empleado, para reconocer la existencia de una «venta en firme» de los bienes y que la entidad patrocinadora no se «reserva» ningún derecho, aun en el marco interno de la relación, que le autorice su uso o su recuperación. Así puede ocurrir en estos casos que generalmente adoptan la forma de la compraventa de bienes con precio aplazado (pero puede pensarse también en supuestos inversos de arrendamiento financiero o retro-leasing

---

queden establecidos en la agrupación de activos en la escritura pública de constitución del fondo, y una declaración responsable de su adecuación a tal escritura.

<sup>308</sup> Acerca de estos mecanismos contractuales y su finalidad, DUNAWAY, B., «Law of Distressed Real Estate, Special Purpose Entity», cit., § 56:27.



o, incluso, en operaciones fiduciarias)<sup>309</sup>. De nuevo, el reconocimiento acerca del sujeto que resulte el principal afectado por la pérdida de la cosa, dentro de la teoría general de la transmisión de riesgos, puede ser un factor relevante a ser tenido en cuenta para reconocer la titularidad última del objeto transmitido. En suma, se ha de considerar si el vendedor mantiene algún derecho, aunque sea residual, que le permita la recuperación, en particular en operaciones de compra financiadas donde la obligación de pago del comprador quede aplazada<sup>310</sup>.

Pero, por otra parte, en el caso de las entidades de propósito especial en las que su creación dependa a su vez de la entidad patrocinadora y la venta, en consecuencia, sea promovida por ella, el pago del precio generalmente se ajusta a los plazos previstos en el plan de viabilidad. Por lo tanto, su incumplimiento puede traer causa de una incorrección de éste y, como efecto, la resolución contractual puede dar lugar a la devolución de la cosa, cuando ésta sea posible (cfr., art. 1124 C.c.). También, en el sentido contrario se plantea la cuestión relativa a los derechos que corresponden a la entidad por el saneamiento de la cosa objeto de entrega y la incidencia en el proyecto de un defecto o evicción que impidan el uso de la misma para el fin para el que se constituye la sociedad, como eventual causa de disolución por falta de explotación del objeto social (cfr., art. 363 LSC). Tales cuestiones pueden tener, además, impacto en los inversores diferentes de la sociedad patrocinadora, e incluso una singular relevancia cuando los acuerdos con la entidad de propósito especial establezcan la renuncia a los derechos disponibles que el régimen legal reconozca al comprador.

Un elemento relevante en todo este entorno para reconocer las limitaciones con las que se puede encontrar la entidad de propósito especial, como entidad autónoma de su patrocinadora, es su incapacidad para lograr, con el flujo de caja generado por su actividad, la debida atención a sus compromisos de pago; a mayor abundamiento cuando éstos son prefijados por la entidad promotora en el momento constitutivo. Además, en particular en las entidades de

---

<sup>309</sup> Con interesantes reflexiones sobre el leasing como contrato de financiación y la atribución de una titularidad fiduciaria a la sociedad de leasing, GONZÁLEZ CASTILLA, F., «Capítulo XIX: Leasing y concurso», *Jurisprudencia y concurso (Estudios sobre la doctrina de la Sala primera del Tribunal Supremo formada en aplicación de la Ley Concursal)* (dir. J. A. García-Cruces), ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 863-954; y antes en *Leasing financiero mobiliario: contenido del contrato y atribución del riesgo en la práctica contractual y la jurisprudencia*, ed. Civitas, Madrid, 2002, pp. 155-178.

<sup>310</sup> BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., p. 133, remite al caso *In re LTV Steel Co.* (274 B. R. 278 (Bankr. N. D. Ohio 2001)), en el que, a pesar de la constitución de la sociedad con la pretensión de mantener los patrimonios separados, el Tribunal no consideró que se tratara de una «venta en firme» (*true sale*).

propósito especial de carácter financiero, puede tener lugar una venta escalonada, donde la entidad de propósito especial adquiera los activos financieros para su posterior reventa, de modo que el precio pagado puede revertir total o parcialmente en la patrocinadora para atender al pago de la anterior cesión de tales activos. En este caso, el control juega también un papel primordial en cuanto a la capacidad de la entidad promotora para decidir el precio de reventa, práctica que puede dar lugar a las sanciones previstas por la regulación de Defensa de la competencia, en particular por actos colusorios en la fijación de precios (cfr., art. 1.1, letra a, de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia)<sup>311</sup>. El control también puede quedar explicitado cuando la entidad patrocinadora participe, de cualquier modo, en los beneficios generados por dicha reventa<sup>312</sup>.

También adquiere singular importancia la consideración de las entidades como partes especialmente relacionadas a la hora de la determinación del precio razonable y a valores de mercado. Ello puede influir en una alteración ilegítima del precio de las cosas, con el propósito de distribuir indebidamente las cargas fiscales a través de la estructuración de estos activos en fondos complejos de diferentes características. Se trata, como es fácilmente reconocible, de una preocupación que requiere la oportuna respuesta desde el Derecho, ya no tanto desde una perspectiva sancionadora, atribuida no obstante principalmente a otras disciplinas, en particular al Derecho tributario y al Derecho penal, sino de prevención, en mayor medida encomendada al Derecho mercantil.

---

<sup>311</sup> Que a su vez se ha de relacionar con el artículo 4, letra a, del Reglamento (UE) n.º 330/2010 de la Comisión, de 20 de abril de 2010, relativo a la aplicación del artículo 101, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a determinadas categorías de acuerdos verticales y prácticas concertadas, respecto de la posibilidad de que «el proveedor pueda imponer precios de venta máximos o recomendar un precio de venta, siempre y cuando éstos no equivalgan a un precio de venta fijo o mínimo como resultado de presiones o incentivos procedentes de cualquiera de las partes».

<sup>312</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., esp. pp. 235 y 258, dentro del Sistema del *Common Law*, acude, para discernir entre las ventas en firme (*true sale*) y los préstamos garantizados (*secured loans*), a las posiciones jurisprudenciales de los *cases*, con referencia al caso *In re General Growth Properties* (409 BR. 43 (Bankr. S. D. N. Y. 2009), que atiende a la intención común de las partes y a los hechos y circunstancias que permiten una u otra calificación; de este modo, para la calificación de «venta en firme» se ha de estar al riesgo asumido por el comprador y a la falta de acciones frente al vendedor, a la disponibilidad del comprador sobre la cosa transmitida y a la libertad para la fijación de su precio. Asimismo, HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 234, apunta la necesidad de delimitar si la transacción se trata de una compraventa o de un préstamo preferente sobre el bien entregado, en atención a la posibilidad de recuperar el objeto de la transacción y a la autonomía del adquirente para una ulterior enajenación del bien, con provecho propio de los beneficios que ello le pueda reportar. En esta línea, igualmente, SELVAM, S., «Recharacterisation in «true Sale» Securitizations: The «Substance Over Form» Delusion», *The Journal of Business Law*, octubre 2006, pp. 637-643, con referencia a la posibilidad del transmitente de recuperar la cosa, en contraposición a otras garantías por impago en la compraventa.

Surge de esta manera una anticipación al problema mediante las reglas de cumplimiento (*compliance*) de todos los procedimientos informativos dentro de los órganos sociales. Como ejemplo de lo que se acaba de indicar, en las sociedades de anónimas el artículo 72 de la Ley de sociedades de capital exige la aprobación por la Junta general, previo informe de los administradores y de experto independiente, para las adquisiciones onerosas que alcancen, al menos, la décima parte del capital social en los dos años posteriores a su inscripción. La protección de la integridad del capital social, en relación con el patrimonio de la sociedad, sin embargo ha de ceder cuando las adquisiciones queden comprendidas en las operaciones ordinarias de la sociedad. Con esta excepción la regulación permite que queden excluidos del régimen de las adquisiciones de bienes a título oneroso aquellos activos que se destinen a su ulterior transmisión, o bien a su integración en el proceso productivo.

Así ocurre con los activos adquiridos por las entidades de propósito especial, sin perjuicio de que, en virtud de la caracterización de la adquisición como una compra de inversión o para la reventa, pueda ser calificada de mercantil. No obstante, ni la adquisición de activos financieros, que difieren de la compraventa de cosas muebles que exige el artículo 325 del código de comercio, ni la adquisición de bienes para su incorporación a una obra o instalación industrial, esto es, a un bien típicamente inmueble, que queda mejor ubicada dentro de los «contratos de obra por empresa», parecen patrocinar esta opción. Y todo ello sin perjuicio de su integración dentro de los márgenes más amplios de la regulación mercantil<sup>313</sup>.

De otra parte, estas situaciones que tienen lugar en el ámbito de las relaciones surgidas de la creación de entidades de propósito especial, también requieren medidas de publicidad a través de los estados financieros de la entidad para evitar movimientos especulativos que puedan, a la postre, perjudicar a los intereses de los inversores. Para ello se ha de prestar igual atención al interés general derivado de las exigencias de transparencia del mercado. Buena muestra ha sido la presencia de «estructuras opacas» que han obedecido a intereses especulativos en la utilización de estas las entidades de propósito especial y que han ocasionado, en buen parte, la crisis financiera global que ha afectado a la economía a nivel mundial<sup>314</sup>.

---

<sup>313</sup> Con referencia en la financiación de proyectos, sobre su caracterización como contratos para establecimiento mercantil o para empresa, que se integran dentro de los contratos mercantiles atípicos, en HERNANDO CEBRIÁ, L., «Una aproximación a los contratos de instalación industrial», cit., pp. 1707-9.

<sup>314</sup> Con motivo de la regulación contable de las entidades de propósito especial, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPes: Part 1», cit., p. 314, desarrollan las mayores preocupaciones en torno a la necesidad de fijar las reglas que permitan integrar la «ingeniería financiera» dentro del marco de la consolidación contable, con el reconocimiento de las operaciones entre las entidades afectadas bien como compra-

### 3.2 La venta de activos esenciales en el caso de las sociedades de propósito especial

Enlazando con lo anterior, la venta de bienes, cuando la patrocinadora es una sociedad de capital, también ha sido objeto de atención por la reforma de la ley de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo. Pero en este caso la cuestión, por su importancia para la entidad patrocinadora, por afectar de forma relevante a su patrimonio, o *stricto sensu* a la empresa que conforma su objeto social, se desplaza directamente a las competencias de la Junta general. En tal sentido, la letra f del artículo 160 LSC, tras la reforma, confiere a la Junta la decisión relativa a «la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales» y «presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado»<sup>315</sup>.

En este punto, la medida normativa trata de evitar aquellas situaciones que dejan a la discrecionalidad del administrador las decisiones de carácter estratégico que, sin embargo, quedan desprovistas de la sanción de nulidad que puede conllevar la adopción de determinadas operaciones contrarias al interés social. Se da de este modo cobertura a las prácticas de «opresión a la minoría», entre las que se sitúa la conocida como desviación del patrimonio social (*tunneling* o *siphoning* en terminología anglosajona)<sup>316</sup>. En el caso *Holz Müller*<sup>317</sup>, el Tribunal Supremo alemán (BGH) ya trató la filialición de sociedades, para asemejar las operaciones a través de las cuales se lleva a cabo una transmisión

---

ventas de activos, bien como préstamos, su imputación como partes vinculadas y la contabilización de los resultados como beneficios para cualquiera de ellas.

<sup>315</sup> En esta línea, los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance*, cit.), p. 21, en la letra B de su Título II, reconocen el derecho de los socios a estar suficientemente informados y a aprobar o a participar en las decisiones que supongan cambios corporativos fundamentales (*fundamental corporate charges*), tales como las transacciones extraordinarias, incluyendo la transmisión de todos o substancialmente todos los activos, que tengan como efecto la venta de la sociedad (*extraordinary transactions, including the transfer of all or substantially all assets, that in effect result in the sale of the Company*), y también contempla, en la letra H de su título II, las ventas de una parte sustancial de los activos de la compañía, en referencia a las operaciones relativas a la adquisición del control corporativo en los mercados de capitales (p. 29).

<sup>316</sup> Véase, en relación con los supuestos de abuso por parte de administradores o socios mayoritarios, las posibilidades de actuación existentes en los ordenamientos de referencia en la Europa continental, recogidos por CONAC, P. H./ENRIQUES, L./GELTER, M., «Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy», *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, núm. 4, 2007, pp. 491-528, pp. 498 ss; y sobre los abusos de la mayoría, en HERNANDO CEBRIÁ, L., *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital. Control societario y los abusos de mayoría, de minoría y de igualdad*, Barcelona, Bosch, 2013, pp. 93 ss.

<sup>317</sup> BGH, Urt. v. 25. febrero 1982 – II ZR 174/80, BGHZ núm. 83, pp. 122-144.

de una parte relevante del patrimonio social a un tercero a aquellas otras en las que tenía lugar una suerte de escisión encubierta, dando lugar a la teoría de las «competencias implícitas» de la Junta (*ungeschriebene Zuständigkeiten*)<sup>318</sup>.

Esta cuestión relativa a la filialición, repetida en el caso *Gelatine*<sup>319</sup>, aproximó la cuestión al ámbito de las modificaciones estructurales atípicas. Todo este proceso sirvió para dar un nuevo enfoque a la cuestión. Por otra parte, desde la perspectiva patria, la Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de abril de 2008<sup>320</sup> entendió que la transmisión de los elementos del activo más relevantes de la sociedad, sin los cuales no podía continuar la actividad empresarial, tenía un efecto semejante a la liquidación de la compañía y, atendiendo a la doctrina de las competencias implícitas, también requirió la aprobación de la junta general<sup>321</sup>.

Sirva el excursus anterior para reconocer que el supuesto básico de venta de activos esenciales puede tener una incidencia directa en la conformación de entidades de propósito especial en el marco más amplio de la filialición<sup>322</sup>. Aunque con perspectiva distinta, la norma trata diferentes operaciones que pueden exigir la intervención de la Junta, tales como la adquisición o la enajenación de activos esenciales o la aportación de éstos a otra sociedad. La constitución de sociedades de propósito especial con venta de activos encaja, por lo tanto, dentro de estos de negocios jurídicos onerosos traslativos del dominio. En todo caso se ha de estar a su transcendencia para la actividad económica que desarrolle la entidad, de modo que su carácter esencial provenga de los principios que inspiran la «teoría de la empresa»<sup>323</sup>.

Pero la atipicidad propia de la figura para su equiparación con las modificaciones estructurales y la eventual incidencia que pueda tener en la explo-

<sup>318</sup> Originalmente ULMER, P., «Ungeschriebene Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung», *Die Aktiengesellschaft*, vol. 20, núm. 1, 1975, pp. 15-24.

<sup>319</sup> BGH, Urt. v. 26. Abril 2004 – II ZR155/02, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, vol. 25, núm. 21, 2004, pp. 993-1003.

<sup>320</sup> Núm. 285.

<sup>321</sup> Véase el comentario de ÁVILA DE LA TORRE, A., «Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de abril de 2008: Infracción del artículo 52 de la Ley de Ordenación de Transportes Terrestres. Transmisión a un tercero por parte de dos consejeros delegados de todo el activo de la empresa, dejando a la sociedad sin actividad social, y todo sin conocimiento ni consentimiento de la junta general de accionistas. Responsabilidad profesional del notario», *Cuadernos civitas de jurisprudencia civil*, núm. 79, 2009, pp. 171-184.

<sup>322</sup> Por todos, ESTEBAN VELASCO, G., «Distribución de competencias entre la junta general y el órgano de administración, en particular las nuevas facultades de la junta sobre activos esenciales», *Junta General y Consejo de Administración en la Sociedad Cotizada* (dirs. A. Alonso Ureba/G. Esteban Velasco/L. Fernández de la Gándara/J. Quijano González/F. Rodríguez Artigas/L. Velasco San Pedro; coord. A. Roncero Sánchez), T. I, ed. Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pp. 29-87.

<sup>323</sup> Con referencia en las «relaciones de hecho», más ampliamente, HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa (extensión de su régimen jurídico a las cesiones de control y a las modificaciones estructurales de sociedades)*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2005, pp. 87-107.

tación y, derivado de ello, en la causas de disolución o incluso de liquidación encubierta, lleva, sin pretender su ilegitimidad, a la previsión de diversas medidas normativas y, entre ellas, la atribución de la competencia decisoria a la Junta general<sup>324</sup>. Por lo tanto, la constitución de entidades de propósito especial ha de tener en cuenta, si bien no siempre es coincidente, atendiendo a la envergadura del proyecto y del patrimonio afectado por la sociedad promotora, que puede ser necesaria la previa obtención del acuerdo de la Junta general al objeto de prestar el consentimiento necesario para que la venta se lleve a cabo. En consecuencia, los socios o los terceros que puedan considerar afectados sus derechos o la existencia de un perjuicio para el interés social, pueden no ya reclamar la responsabilidad de los administradores, sino impugnar los acuerdos adoptados por la junta, siempre que alcancen las condiciones necesarias que les permitan el ejercicio de la acción (cfr., art. 204 LSC).

#### 4. SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL: LÍMITES A SUS MODIFICACIONES ESTATUTARIAS Y A SUS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES

Dentro del marco de las entidades de propósito especial, el ejercicio de los derechos administrativos del socio encuentra ciertas limitaciones. Mediante exigencias en unos casos de unanimidad, en el marco del órgano de administración, y en otros mediante la introducción de mayorías reforzadas, tiene lugar lo que se podría definir como una «fossilización» o una «petrificación» de los órganos sociales<sup>325</sup>. Esto tiene una singular incidencia en el funcionamiento de la Junta general, que se encuentra sometida, desde el exterior, bien a los pactos entre socios, bien a las indicaciones de los propios estatutos<sup>326</sup>.

---

<sup>324</sup> Sobre los grupos de casos, véase FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Aproximación a la categoría de «operaciones sobre activos esenciales», cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]», *La Ley Mercantil*, núm. 11, 2015, pp. 24-48, pp. 32 y ss.

<sup>325</sup> DRINHAUSEN, F., «Gesellschaftsrechtliche Behandlung», cit., p. 62, alude a la necesidad de unanimidad para las decisiones más relevantes que afecten a la organización de la *Zweckgesellschaft*. Con todo, en el caso del consejo de administración, mantiene una postura contraria a la exigencia estatutaria de unanimidad para la adopción de los acuerdos de este órgano colegiado, en nuestro fuero interno, la resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de abril de 1997.

<sup>326</sup> También se refiere DRINHAUSEN, F., «Gesellschaftsrechtliche Behandlung», cit., pp. 62-66, a los pactos a los que puede dar lugar la creación de sociedad cuando sean varios los sponsors, como los de resolución de conflictos y de eventuales situaciones de bloqueo (*Pattsituationen*), los pactos de sindicación, de prohibición de voto o de competencia y los relativos a las clases de acciones y a la obligación de confidencialidad.

Tales previsiones tienen una singular incidencia en el plano de las modificaciones estatutarias o de las modificaciones estructurales. De esta suerte, los acuerdos parasociales y las exigencias contenidas para la adopción de acuerdos impiden *de facto* la modificación de las relaciones entre los socios o la adopción de acuerdos sociales que varíen el objeto social o que, de otro modo, afecten al desarrollo proyectado de la entidad. Incluso en el marco de la disolución de la sociedad es frecuente la introducción de pactos que, si no pueden impedir por completo, al menos dificulten por vía contractual la solicitud de disolución hasta la completa ejecución del proyecto o la enajenación de sus activos o de los instrumentos financieros para cuya comercialización se constituya la sociedad. Este proceder obedece tanto a las exigencias de los inversores externos, a la sazón financiadores de su actividad, como a las reglas que establece la entidad sponsor en la constitución de la sociedad de propósito especial.

Con todos estos mecanismos contractuales, en último término, resulta afectado el comportamiento de quienes formalmente aparezcan como socios, aunque puedan presentarse como «socios independientes» de la sponsor. En la práctica de la creación de las sociedades de propósito especial tales socios, independientes del sponsor, pueden incluso ser instituidos con un poder de veto, en protección su posición como acreedores de la entidad. Todo a fin de evitar que puedan aprobarse en la Junta modificaciones en sus estatutos sociales, modificaciones estructurales o la disolución de la entidad por causa distinta de las previstas legal o estatutariamente. Además, con este reconocimiento se refuerza la autonomía de la entidad de propósito especial respecto de la situación de dependencia de la sponsor<sup>327</sup>. Aun así, la predefinición de los contornos de la actuación de la sociedad, en concreto a través de las correspondientes previsiones estatutarias, limita la discrecionalidad de la Junta general para decidir acerca de las cuestiones respecto de las cuales la ley le atribuya específicas competencias (cfr., art. 160 LSC).

## 5. LOS CONFLICTOS DE INTERESES EN EL MARCO DE LAS RELACIONES DE LAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

Otro aspecto sensible respecto de la intervención en operaciones que afectan a las entidades de propósito especial es el relacionado con los eventuales conflictos de interés que puedan tener lugar tanto entre la entidad pa-

---

<sup>327</sup> Sobre esta figura del *Independent Shareholder* o del *Unabhängiger Anteilseigner*, ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., p. 191.

trocinadora y la sociedad de propósito especial como en el fuero interno de esta última. En el plano internacional, la *Dodd-Frank Act* supuso un notable avance, con particular incidencia en el sector financiero, pero con una fuerza expansiva sobre el entero Derecho de sociedades, en asuntos no solo relacionados con la adopción de medidas informativas, en lo que se ha dado en llamar un nuevo paradigma instalado en la transparencia<sup>328</sup>, sino también en el marco de los eventuales conflictos de interés, que pueden ser trasladados a las relaciones entre los patrocinadores de las entidades de propósito especial y sus inversores<sup>329</sup>.

Junto ello, otro elemento destacado en la gestión de riesgos afecta a la intervención en el mercado de las agencias de calificación crediticia, y los eventuales conflictos que se pueden presentar cuando participen de cualquier modo en la actividad de estas entidades<sup>330</sup>. En este punto se reconoce la existencia de un conflicto que afecta al correcto funcionamiento del mercado cuando las agencias de calificación a su vez mantengan un servicio de asesoría que haga que su independencia se vea comprometida, no tanto por situaciones de dependencia económica, sino de conflictos de interés. Para atender a esta cuestión, la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, contempla diferentes medidas para identificar las particularidades de las «entidades de interés público», lo cual se une a la delimitación de las actividades que pueden ejercitar las entidades en los sectores regulados del mercado financiero. Además, regula las situaciones que pueden dar lugar a conflictos de intereses en la redacción de los respectivos informes (*vid.* art. 14.4 y 15.2 LAC)<sup>331</sup>.

Se incorpora así, junto al denominado principio general de independencia, un principio de refuerzo, singularmente traducido desde la técnica contable internacional como principio de «escepticismo» (*vid.* art. 13 LAC), en orden a la evitación conflictos de interés o la presencia de determinados intereses comerciales o de otra índole. En particular, estos conflictos surgen tanto por

---

<sup>328</sup> Así se desprende del título I, letras A y B, y del título V de los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance, cit.)*, pp. 14-15 y 37-50.

<sup>329</sup> Reconoce estos eventuales conflictos, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., p. 393, y en «The Governance Structure of Shadow Banking», cit., p. 16.

<sup>330</sup> La letra D del título III de los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance, cit.)*, p. 34, extiende esta preocupación por adoptar regulaciones que minimicen los conflictos de intereses no solo con las agencias de calificación crediticia, sino también con los asesores de voto (*proxy advisors*), o con otros analistas o intermediarios que puedan informar o asesorar sobre las decisiones de inversión.

<sup>331</sup> Sobre estos criterios de actuación también pueden verse, en relación con el principio de independencia, los Principios de la independencia de los auditores y el papel de gobierno corporativo en el seguimiento de la independencia del auditor (*Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence: A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*), 2002, pp. 1-8.



las relaciones económicas que se generan entre el auditor y la entidad auditada, como por la amenaza de familiaridad derivada de relaciones prolongadas. En este marco, la independencia del auditor no ha de quedar comprometida por intereses o relaciones comerciales, laborales, familiares o de otra clase, para lo cual incorpora la obligación de establecer los sistemas de salvaguarda que permitan hacer frente a tales amenazas. Amenazas que pueden resultar de conflictos de intereses que deriven, a su vez, de una posible participación en la entidad auditada, por su relación con ésta, o en su gestión<sup>332</sup>.

Desde diferentes ámbitos se aprecia una propensión a dar un adecuado tratamiento a todas aquellas circunstancias que pueden circundar las relaciones surgidas al calor de estructuras complejas, entre las cuales se pueden enmarcar las que resultan de la intervención en entidades de propósito especial. Ello obliga a considerar, en primer lugar, las relaciones contractuales que pueden presentarse entre las entidades patrocinadoras y estas entidades a través de contratos de prestación de servicios. Esta realidad no viene delimitada por el ejercicio del derecho de voto ni por la admisión de contratos de obra o de servicios por la Junta general, que inciden en las obligaciones de abstención del socio afectado (cfr., art 190 LSC). En estos supuestos, sin embargo, la relación viene predefinida en el propio acto constitutivo y, por lo tanto, los compromisos son plenamente asumidos desde entonces por la sociedad.

Complementariamente, al menos en las sociedades cotizadas, las comisiones internas de auditoría y la participación de administradores independientes, dentro de la función general encomendada al Consejo de control del riesgo empresarial, han asumido un lugar preferente. Esta materia, por otra parte, se anuda a la asistencia financiera que la entidad cabecera pueda conceder a las entidades del grupo consolidable, y, dentro de ciertos parámetros, a las entidades de propósito especial. En esta instancia, la obligación de control respecto de los riesgos asumidos adquiere una manifestación evidente en la información que la sociedad ha de dispensar acerca de estas relaciones y la responsabilidad que pueda dimanar para los administradores sociales por su omisión o por su insuficiencia.

Con todo, el carácter autopilotado de estas entidades conjuga mal con la capacidad de los administradores de tomar decisiones relevantes que afecten al cometido y al plan de negocio al que se encuentran vinculados. De este modo, la predefinición que caracteriza a la configuración de las entidades de propósi-

---

<sup>332</sup> Cfr., el Reglamento (UE) n.º 537/2014, de 16 de abril y la Directiva 2014/56/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas.

to especial restringe las posibilidades de eventuales situaciones de conflicto de intereses entre el administrador y la sociedad. También la reforma para la mejora del gobierno corporativo ha supuesto un amplio desarrollo del deber de lealtad en el marco de las funciones asignadas a los administradores sociales.

Así visto, el deber de lealtad se manifiesta a través de unas obligaciones básicas contenidas en el artículo 228 de la Ley de sociedades de capital. En primer lugar, obliga al administrador a no ejercitar sus facultades con fines distintos de aquéllos para los que le han sido concedidas. Con ello da carta de naturaleza a cualquier criterio contenido en los estatutos que, al menos con carácter interno y por tanto con trascendencia en su régimen de responsabilidad, acote el ámbito de actuación de los administradores sociales. En este sentido, su actuación puede quedar circunscrita al fin específico o cometido determinado establecido en los estatutos sociales, dentro de la libertad de configuración que se concede a las sociedades de capital y sin perjuicio de su irrelevancia en el orden externo y frente a terceros de buena fe (cfr., art. 233.2, letra b. LSC, para los administradores solidarios y art. 234.2 respecto del ámbito del poder de representación de los administradores por actos no comprendidos en el objeto social)<sup>333</sup>.

Además de la tradicional obligación de confidencialidad, el administrador también se halla obligado a abstenerse de participar en la deliberación y votación de acuerdos o decisiones en las que él o una persona vinculada tenga un conflicto de intereses, directo o indirecto, salvo que se trate de decisiones que le afecten a su condición de administrador. En la línea señalada, los administradores sociales han de desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de criterio o juicio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros. Esta libertad de criterio, con todo, choca con los límites para los cuales le hayan sido conferidas sus facultades, por lo que la discrecionalidad que este apartado encuentra severas limitaciones.

Se ha de tomar en consideración, de una parte, los instrumentos legales que ordenan su actuación, como la escritura de constitución y los estatutos sociales, y, de otra, todos aquellos acuerdos o decisiones que sean contrarios a la ley, a dichos estatutos o que perjudiquen a la sociedad. El problema viene aquí dado cuando la actuación de la sociedad, como en el caso de las sociedades de propósito especial, ya viene preconfigurada, de modo que la consideración del interés social se halla previamente establecida en los acuerdos que dan

---

<sup>333</sup> Acerca de los fines de las facultades de representación, en relación con el «objeto social» y el «giro o tráfico de la empresa», y las limitaciones estatutarias de las facultades de los administradores sociales, puede verse, ALFONSO SÁNCHEZ, R., «Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad», cit., pp. 201-204.

lugar su nacimiento. En este punto, el administrador se ha de sujetar a tales reglas, cuestión que, en cierta medida es trasladable a los supuestos de control dentro del complejo fenómeno de los grupos de sociedades<sup>334</sup>.

En este contexto, la obligación de adoptar las medidas necesarias para evitar situaciones en las que sus intereses, sean por cuenta propia o ajena, puedan entrar en conflicto con el interés social y con sus deberes para con la sociedad se traduce en unas obligaciones de abstención del órgano de administración y de información en la memoria de las cuentas anuales (cfr., art. 229 LSC)<sup>335</sup>. Pero en sede del régimen aplicable a las entidades de propósito especial seguramente no es en el ámbito de las relaciones de la sociedad con sus administradores donde tendrán lugar las actividades en conflicto de intereses; más bien será en el entorno de las relaciones con las entidades promotoras y, en su caso, con sus administradores donde mejor encaje encuentre este conflicto<sup>336</sup>.

Por ello se ha de extender su aplicación a los casos en los que el beneficiario de los actos o de las actividades prohibidas sea una persona vinculada al administrador, en relación con las personas especialmente con él relacionadas recogidas en el artículo 231 de la Ley de sociedades de capital<sup>337</sup>. En particular esta posibilidad encuentra conexión con las sociedades en las que el administrador, por sí o por persona interpuesta, se encuentre en alguna de las situaciones contempladas en el apartado primero del artículo 42 del Código de Comercio. Esto nos devuelve a la necesidad de reconocer las situaciones de control que se puedan dar en la realidad económica, pero que la letra d del apartado del apartado primero del artículo 231, también para el administrador persona jurí-

<sup>334</sup> *In extenso*, EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, Civitas, Madrid, 1987, p. 153 ss.; y en «El buen gobierno corporativo y los grupos de sociedades», *Revista de derecho mercantil*, núm. 249, 2003, pp. 933-979.

<sup>335</sup> Sobre las situaciones que dan lugar a conflictos de interés en este ámbito, por todos, BOLDÓ RODA, C., «Deber de evitar situaciones de conflicto de interés y personas vinculadas a los administradores: artículos 229 y 231», *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital* (coord. L. Hernando Cebriá), ed. Bosch, 2015, pp. 241-280, pp. 249-263. Asimismo, en la letra F del título II de los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance*, cit.), pp. 27-8.

<sup>336</sup> Así lo recoge el artículo 26 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, cuando, entre las obligaciones de las sociedades gestoras, incluye la de disponer de medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar los posibles conflictos de interés, en particular, en relación con las influencias indebidas que pudieran existir de los cedentes de los activos cuando formen parte del mismo grupo que la sociedad gestora.

<sup>337</sup> Al respecto, puede verse BOLDÓ RODA, C., «Deber de evitar situaciones de conflicto de interés y personas vinculadas a los administradores», cit., pp. 268-279. Anteriormente, SERRANO CAÑAS, J. M., *El conflicto de intereses en la administración de sociedades mercantiles*, Publicaciones del Real Colegio de España, Studia Albortiana, núm. 96, Bolonia, 2008.

dica, circunscribe a los derechos de voto o a la influencia suficiente sobre las decisiones de los órganos sociales. Y ello aun cuando la propia norma incluye a las sociedades que formen parte del mismo grupo y a sus socios.

Con todo, una interpretación teleológica e integradora debería permitir adoptar este mismo criterio cuando se trate de una relación que vincule al administrador con situaciones de conflicto de intereses respecto de entidades patrocinadoras por ellos controladas. Para ello es preciso admitir un control meramente económico, de modo que se les pueda identificar como los beneficiarios principales de toda esta arquitectura societaria. Del mismo modo, estructuras complejas o interpuestas de sociedades de propósito especial no debieran escapar de la revisión que puede resultar de la adopción de decisiones de los administradores en las que se incumpla este régimen de abstención e información. No obstante, la falta de una regulación específica de los grupos de sociedades, que no acaba de germinar en nuestro Derecho, dificulta la labor exegética de toda esta realidad económica<sup>338</sup>.

## 6. LA INCIDENCIA DE LA DESIGNACIÓN DE ADMINISTRADORES INDEPENDIENTES EN LAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

Un aspecto especialmente sensible en la constitución y articulación de la sociedad de propósito especial tiene que ver con la relación que se establecerá entre los órganos sociales, en particular entre el órgano de administración y la sociedad como tal considerada. Como se ha indicado, la libertad de pactos que inspira la organización de la sociedad, tanto en la escritura de constitución como en los acuerdos estatutarios, siempre que no sean contrarios a la ley, a las normas imperativas de la sociedad o a los principios configuradores del tipo social (cfr., art. 28 LSC), permite, al menos en el marco interno, delimitar las facultades de los administradores en relación con el funcionamiento de la entidad.

Es frecuente en las entidades de propósito especial que sus instrumentos constitutivos comprendan aspectos que traten de separar la identidad o personalidad jurídica concedida a estas entidades de la propia de la promotora que las crea. Esto se logra mediante la introducción, entre otros, de criterios que

---

<sup>338</sup> Sobre la aparición de unos «costes de agencia secundarios», en estos supuestos, SCHWARCZ, S. L., «Conflicts and Financial Collapse: The Problem of Secondary-Management Agency Costs», *Yale Journal on Regulation*, núm. 26, 2009, pp. 457-470, pp. 458-59.

permitan reconocer la presencia de administradores independientes. Se ha hecho así referencia anteriormente a la asignación de determinadas competencias específicas a la Junta o, en su caso, al consejo de administración en pleno.

El proceso de modernización del Derecho de sociedades, en cuanto atañe al gobierno corporativo, también incluye algunas medidas que tratan de evitar la concentración del poder decisorio en una misma persona, especialmente en el marco del régimen de las sociedades cotizadas. Tal es el caso del llamado «consejero coordinador» de los consejeros no ejecutivos, elegido los consejeros independientes, con facultades organizativas y de evaluación del presidente del consejo de administración cuando éste asuma a un tiempo la condición de consejero ejecutivo (cfr., art. 529 septies.2 LSC). Por otra parte, dentro de la distribución de consejeros, la regulación incorpora, desde las recomendaciones de buen gobierno, la participación, en estas sociedades cotizadas y como contrapeso de la influencia de los socios de control sobre el órgano de administración, los denominados «consejeros independientes». Tales consejeros son designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, de modo que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por otras relaciones con la sociedad o con su grupo, con sus accionistas significativos o con sus directivos (cfr., art. 529 duodecies.4 LSC)<sup>339</sup>.

En este aspecto, el concepto de relaciones grupales y con accionistas significativos o directivos en las sociedades de propósito especial puede verse condicionado por la existencia de relaciones de control de diferente intensidad, en modo alguno vinculadas con la existencia de derechos de voto ni de posiciones mayoritarias en sus órganos. Antes al contrario, la modelación de sus órganos sociales está específicamente diseñada para que sus administradores adopten la condición de «administradores independientes». Esto se logra mediante determinadas previsiones en su conformación tipológica que llevan expresamente a imponer que hayan de atender exclusivamente a los intereses de la entidad, lo cual desplaza, incluso, los intereses de los acreedores al plano de la insolvencia. Tampoco ello es óbice para que los estatutos sociales contengan específicos criterios de protección en favor de los inversores y financiadores, de modo que antepongan, en cualquier caso, las exigencias de una adecua-

---

<sup>339</sup> Así puede verse en la amplia relación de supuestos que contiene el apartado cuarto del artículo 529 duodecies de la Ley de sociedades de capital para la exclusión de esta condición. Al respecto de esta figura, GARRIDO GARCÍA, J. M., «Los consejeros independientes», *Junta General y Consejo de Administración en la Sociedad Cotizada* (dirs. A. Alonso Ureba/G. Esteban Velasco/L. Fernández de la Gándara/J. Quijano González/F. Rodríguez Artigas/L. Velasco San Pedro; coord. A. Roncero Sánchez), T. II, ed. Thomson Reuters Aranzadi, 2016, pp. 955-987; y DEL VAL TALENS, P., «Los consejeros independientes», cit., pp. 235-267. En el plano internacional, con diferentes consideraciones, también en los *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance, cit.)*, pp. 57-8.

da solvencia de la entidad. Tales cautelas tienen plasmación en específicas reglas de lealtad hacia la sociedad, que confirman la evolución que nuestro Derecho de sociedades ha mostrado a la hora de codificar el comportamiento exigible a los administradores sociales.

Por otra parte, la necesidad de separar ambas entidades, la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial, en prevención de situaciones de insolvencia y de comunicación de sus patrimonios, es una constante toda su conformación tipológica. Como expresión de lo anterior, es usual la introducción de criterios para asegurar la presencia de «administradores independientes» en sus órganos de gestión. No obstante, tampoco se puede concluir, sin embargo, que los administradores independientes tengan otros deberes fiduciarios para con la sociedad de propósito especial distintos de los del resto de administradores en general.

Ahora bien, la designación de administradores independientes permite, en cierta medida, orientar las decisiones del órgano de administración al interés de la sociedad, en evitación de eventuales conflictos de intereses y de comportamientos de sus miembros en favor de los socios que los designen. Esta conclusión, con todo, tiene que ser relativizada en el marco operativo de las sociedades de propósito especial, donde, como ya se ha hecho mención, sus actividades, o al menos las más relevantes, se hallan sujetas a un régimen de «pilotaje automático». Esto hace que los acuerdos constitutivos desarrollen los criterios básicos de las políticas y estrategias generales de la sociedad, así como los de su organización y funcionamiento, sin perjuicio de su desarrollo, con mayor detalle, en los contratos que unan a los administradores con la sociedad<sup>340</sup>.

Destaca en este punto que el principio de conservación de la empresa, o mejor, del proyecto que da lugar a esta específica tipología societaria auspicia que los acuerdos constitutivos también exijan que, para iniciar la solicitud voluntaria del concurso de acreedores, deba concurrir el acuerdo unánime de todos sus administradores independientes<sup>341</sup>. Con ello se pretende, en suma, posponer la manifestación de la insolvencia, en la medida de lo posible, para no dañar la imagen de la entidad en el mercado, o bien a fin de adoptar otras medidas que

---

<sup>340</sup> GILSON R. J./KRAAKMAN, R., «Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors», *Stanford Law Review*, vol. 43, 1991, pp. 863-906, p. 884, ya criticaban esta figura cuando los administradores «externos» tengan vinculaciones sociales o ideológicas con los administradores dominicales, además de la falta de incentivos para controlar y dedicarse a la actividad de la sociedad.

<sup>341</sup> Sobre esta exigencia, auténtico elemento configurador de este tipo de entidades, GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 10; CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 31; y LYNCH, J., «Reevaluating Bankruptcy Remoteness: Transfers of Risk, Implications of the GGP Reorganization», *American Bankruptcy Institute Journal*, 2010, p. 58-61, p. 59.

permitan su superación (cfr., art. 363 LSC, en relación con la el aumento del capital en la medida suficiente)<sup>342</sup>. Sin entrar ahora en los aspectos relativos a la insolvencia, lo cual queda pospuesto para otro capítulo de la presente obra, el criterio de la unanimidad se compadece mal con el principio mayoritario exigido en las juntas generales sociedades de las sociedades de capital, que no obstante admite que los estatutos requieran las mayorías reforzadas para la adopción de acuerdos (cfr., art. 200.2 y 201.3 LSC). Todavía más controvertido resulta en nuestro ordenamiento jurídico que los administradores puedan decidir unilateralmente la concurrencia de la situación de insolvencia a efectos de la declaración. Dentro de un cierto orden económico-público, en tal caso los administradores, por su falta de actuación, quedan sujetos tanto al régimen de la responsabilidad por deudas posteriores a la causa de disolución (cfr., art. 367.2 LSC), como al de la eventual calificación del concurso (cfr., arts. 3.1 y 165.1.1.º LC)<sup>343</sup>.

En todo caso, la construcción de estructuras de «control remoto», como mecanismo de prevención de la afectación de la «insolvencia» de los patrimonios de las diversas entidades implicadas, puede incorporar otras previsiones respecto de las relaciones con los financiadores, en cuanto sujetos diferenciados de la entidad patrocinadora. Esto puede llevar a la necesidad de verificación previa, e incluso al reconocimiento de un derecho de veto por parte de los financiadores externos respecto de aquellos administradores que no reúnan las condiciones requeridas para ser calificados como auténticos «administradores independientes». Tal prevención es extensible, incluso, en virtud de los pactos que involucren a la sponsor con los socios y los financiadores, al derecho de estos últimos a oponerse a un cambio en la posición de administrador, a fin de proteger su posición jurídica<sup>344</sup>.

---

<sup>342</sup> Sobre estas cuestiones, GUSSETT, S. A., «Not-So-Independent Director in a Bankruptcy Remote Structure», *American Bankruptcy Institute Journal*, núm. 24, 1998. ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 231, advierte también que esta figura evita que los administradores «dominicales» puedan instar la declaración concursal a fin de beneficiar a la entidad promotora.

<sup>343</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 243, alude a la autorización de la solicitud de concurso por los acreedores como medida de cobertura en defecto de solicitud por la entidad, por lo que el régimen de la insolvencia se desarrolla sobre sus propias reglas. Sobre la necesidad de establecer claramente en los pactos contractuales las condiciones que autorizan a instar la insolvencia, a la luz del caso *Zais Investment Grade Ltd. VII* (N.º 11-20243, 2011 WL 3795169 (Bankr. D. N. J. Aug. 26, 2011)), DIANGELO, C./BARGOZ, R. I./MATTHEWS, D. J., «ZING VII: Implications for the Bankruptcy Remoteness of Special Purpose Entities», *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, vol. 8, núm. 2, 2012, pp. 115-120.

<sup>344</sup> Sobre estos aspectos de la relación, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., pp. 232 y 242, que menciona el riesgo de la designación del administrador por los financiadores, que pueden con ello ver afectada su posición en caso de insolvencia de la entidad. Sobre la imposición de garantías por parte de los inversores frente a la entidad promotora ante eventuales incumplimientos de los pactos alcanzados respecto de los administradores independientes o cuando ésta promueva su revocación

Aun cuando estas restricciones no puedan impedir la posibilidad de que los administradores insten la declaración concursal (cfr., art. 3.1 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal), en el plano interno, sin embargo, las sanciones por incumplimientos derivados de estos pactos, o como condición incluida en los mismos, tienen una fuerza coercitiva suficiente para asegurar su seguimiento. Con todo, este mecanismo contractual trata de evitar que los administradores se conviertan en una suerte de «gobierno en la sombra» de la entidad patrocinadora, y en su caso de aquellos que por cualquier medio la controlen. En particular, la designación, en atención a sus condiciones personales y profesionales, puede exigir que tengan conocimientos específicos para la correcta ejecución material del proyecto empresarial financiado o en la comercialización y venta de instrumentos financieros complejos<sup>345</sup>.

Asimismo, entre estas exigencias cabe la inclusión de criterios que aseguren su independencia en sus relaciones con operadores del sector de actividad en el que la entidad de propósito especial vaya a desarrollar su actividad<sup>346</sup>. Estas medidas tratan, en definitiva, de establecer las prevenciones necesarias, desde el punto de vista contractual y de cumplimiento o *compliance*, para evitar conductas que, ante situaciones desfavorables en la ejecución del proyecto para el cual la sociedad se constituye, puedan beneficiar a alguna de las partes involucradas en perjuicio de los acreedores o de algunos de ellos. Tales previsiones se han de entender, en todo caso, complementarias de las medidas *ex post* contenidas en el procedimiento concursal y del Derecho de sociedades para remediar estos desequilibrios en los intereses concurrentes. Con todo, no se debe obviar que la finalidad última del sponsor será la de adoptar las precauciones necesarias para evitar que la insolvencia, propia o de la entidad de propósito especial, se extienda de la una a la otra.

---

no consentida, y la correspondiente indemnización en caso de incumplimiento como cláusula penal, en relación con la llamada «*non recourse*» o «*bad boy*» *guarantee*, MCINERNEY, W., «From Bankruptcy-Remote to Risk-Remote», *New York Law Journal*, 23 de agosto 2010, pp. 2-3. Sin embargo, apunta su inaplicabilidad, cuando la entidad promotora sea insolvente, BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., p. 1337.

<sup>345</sup> Con carácter general, el apartado quinto del artículo 529 duodécimos de la Ley de sociedades de capital admite que «los estatutos sociales y el reglamento del consejo de administración podrán prever, a estos efectos, otras situaciones de incompatibilidad distintas de las previstas en el apartado anterior o someter la consideración como independiente de un consejero a condiciones más estrictas que las establecidas en este artículo».

<sup>346</sup> En este sentido, la letra e del apartado cuarto del artículo 529 duodécimos de la Ley de sociedades de capital excluye la condición de consejero a quien mantenga o haya «mantenido durante el último año, una relación de negocios significativa con la sociedad o con cualquier sociedad de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de una entidad que mantenga o hubiera mantenido dicha relación», y considera «relaciones de negocios la de proveedor de bienes o servicios, incluidos los financieros, y la de asesor o consultor».



## 7. LA DOCTRINA DEL LEVANTAMIENTO DEL VELO DE LA PERSONA JURÍDICA Y LAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL

### 7.1 Las sociedades de propósito especial dentro de la fenomenología de los grupos de sociedades

Una de las principales preocupaciones respecto de la utilización de esta tipología de entidades afecta a la creación de estructuras complejas, que, en buena medida, ha de nutrirse de las soluciones y de la experiencia de los grupos de sociedades<sup>347</sup>. La creación de sociedades, cualquier que sea el tipo de que se trate, atiende a una finalidad instrumental, bien de concurrencia de intereses, bien de separación patrimonial. La sociedad, en todo caso, constituye un sujeto dotado de patrimonio propio, al menos relativamente separado del patrimonio personal de los socios, y que se presenta frente a terceros como un centro de imputación de relaciones jurídicas. De esta forma, los derechos y obligaciones que resultan de la actividad son de su incumbencia, por mor del reconocimiento de la específica personalidad que le es reconocida.

Por lo tanto, la existencia de la sociedad determina la existencia de un interés común y unos fines que exceden del de cada uno de los socios que de ella forman parte, quienes, en correspondencia, adquieren unos derechos, con distinta relevancia en cada tipo social. Pero en las entidades de propósito especial estos derechos, particularmente los de carácter político, resultan relativizados en pos no ya de unos derechos de carácter económico, pues éstos quedan previamente diseñados en su régimen de funcionamiento, sino a través del reconocimiento de unos beneficios sobre el resultado de la actividad programada. A través de esta realidad negocial también se advierte el carácter instrumental que se ha de reconocer a toda persona jurídica que actúa en el mercado, y que se ha de mantener para las entidades de propósito especial, al menos, cuando cumplan con la finalidad lícita para la cual se hayan constituido.

En tal sentido, la personalidad reconocida a las sociedades ha de relativizarse por el fin perseguido, pero también se ha de tener presente que cada tipo social presenta un distinto grado de personificación, en atención a la peculiar

---

<sup>347</sup> DRINHAUSEN, F., «Gesellschaftsrechtliche Behandlung», cit., p. 66 ss., contempla la integración de la sociedad de propósito especial en el grupo de sociedades, en atención a las distintas formulaciones del grupo en la regulación alemana (en especial, sobre el contrato de grupo –*Vertragkonzern*– en pp. 77-8). También HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 218, reconoce posibles estructuras complejas en las que puedan intervenir, además de la entidad patrocinadora y de la de propósito especial, otras SPE, *trusts* y entidades que concedan asistencia financiera para que la sociedad de propósito especial tenga la liquidez suficiente para llevar a cabo su actividad.

relación que une a la sociedad con sus socios, *affectio societatis*, que influye, a su vez, en la concesión de distintos regímenes de responsabilidad. En buena medida esta consideración explica la prevalencia en el mercado de las sociedades capitalistas frente a las sociedades personalistas<sup>348</sup>. Esto también da razón de que el modelo de sociedad que preferentemente adoptan las entidades de propósito especial sea el de la de la sociedad de capital, y en particular, las denominadas «sociedades vehiculares», cuyo fin último sea el de la transmisión de los títulos de propiedad de sus acciones, el de la sociedad anónima.

El principal problema que se plantea con las sociedades de propósito especial atañe a su utilización con una finalidad netamente instrumental, cuando, por otra parte, no obedezcan a propósitos legítimos de desarrollar de manera autónoma una actividad económica en el mercado. Se podría hablar así de estructuras «paragrupales» o que huyen del contorno del grupo de sociedades para perseguir otros intereses espurios (en aplicación del llamado *sham principle*).

Tradicionalmente se ha advertido el riesgo de utilización de la sociedad para finalidades que no sean coincidentes con el interés social cuando se presenten situaciones de dirección unitaria, individual o concertada, directa o indirecta, que permitan identificar situaciones de control interno u orgánico, esto es, a través del ejercicio de los derechos del socio en los órganos sociales. Este riesgo queda en mayor medida restringido cuando, para la conformación de mayorías en los órganos sociales, sea necesario el consenso de los socios. Otro tanto puede decirse respecto de las estructuras colegiadas del órgano de administración y la presencia de los llamados «administradores independientes», a los que ya se ha hecho referencia.

Si desde esta perspectiva de la realidad societaria se distinguen los socios mayoritarios, o en su caso los «sindicatos de control», de los socios de minoría o «sindicatos de vigilancia», y todavía más, las sociedades dominantes (*controlling enterprises*), en cualquiera de sus formas, respecto de sociedades dependientes, en las entidades de propósito especial únicamente se vislumbra la existencia de una entidad que asume la condición, por mor de los pactos alcanzados, de «principal beneficiaria». Con todo ello en las manos cabe abordar las distintas posibilidades de un riesgo de abuso de la personalidad atribuida a la sociedad de propósito especial, que en principio goza de los mismos privilegios que la forma societaria que le sirve de acogida, en favor de los particulares

---

<sup>348</sup> Por todos, GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, cit., p. 168; y EMBID IRUJO, J. M., «Perfiles, grados y límites de la personalidad jurídica en la Ley de Sociedades Anónimas», en *Estudios en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, t. I, Valencia, 1995, p. 1023-1046, p. 1026 ss.

intereses de la entidad patrocinadora. Y ello aun cuando el sponsor no tenga una participación relevante, o incluso siquiera mínima, en el capital social.

La separación patrimonial entre las entidades y la intervención de administradores independientes actúa como rompeolas frente reclamaciones de responsabilidad o de extensión de las deudas de la entidad de propósito especial a la entidad patrocinadora. Ello, sin embargo, no evita que puedan tener lugar situaciones de utilización fraudulenta de la personalidad jurídica o de abuso de derecho y otras conductas contrarias a la buena fe que justifiquen la excepción del privilegio de la exclusiva asunción de las deudas resultantes de su actividad<sup>349</sup>. En el contraste entre la seguridad jurídica y la justicia, no obstante tampoco la retórica permite discernir en todo caso si ha de decaer el valor instrumental y funcional de la personalidad jurídica de la sociedad. La Polimnia, como fuente inspiradora, ha de dejar paso a la sistematización dogmática de aquellos supuestos, en cuya conformación la jurisprudencia asume un lugar prevalente, en los que queden identificados los criterios rectores de la utilización ilegítima de estas entidades<sup>350</sup>.

## 7.2 Aplicación de la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica a las sociedades de propósito especial

En particular, dentro de las relaciones que se dan dentro del fenómeno de los grupos, pero también incluso fuera de ellos cuando se aprecie la presencia de un socio controlador, la doctrina del levantamiento del velo o, si se quiere, en un tono menos estético, de desestimación o inoponibilidad de la personalidad jurídica (*disregard of legal entity*, *lifting of the corporate veil* o *veil piercing* en derecho anglosajón o *Durchgriff der Juristischen Person*, en el derecho alemán) ha alcanzado un desarrollo relevante como mecanismo de justicia material que permite reintegrar aquellas conductas que, desde el poder de decisión sobre la sociedad, perjudiquen de forma ilegítima otros intereses que son igualmente dignos de tutela.

Generalmente los socios externos, esto es, fuera del ámbito del control de la entidad, los trabadores y los acreedores sociales han buscado, a través de

---

<sup>349</sup> Por todos, BOLDÓ RODA, C., *Levantamiento del velo y persona jurídica en el derecho privado español*, 4.ª ed., ed. Aranzadi, Navarra, 2006; y DE ÁNGEL YÁGÜEZ, R., *La doctrina del «levantamiento del velo» de la persona jurídica en la jurisprudencia*, 5.ª ed., Thomson-Civitas, Madrid, 2006, pp. 83 ss.

<sup>350</sup> Así EMBID IRUJO, J. M., «Perfiles, grados y límites», cit., pp. 1038-9, comprende la confusión de patrimonios, la infracapitalización y el control pleno de la sociedad, si bien la enumeración reseñada no tiene un carácter cerrado.

este mecanismo, que sus derechos, cuyas obligaciones en correspondencia han de ser atribuidas a la sociedad que formalmente las asumió, se extiendan a aquella otra dominante que intervino en la relación o que de otro modo se sirvió de la primera para parapetarse fuera del marco de la responsabilidad<sup>351</sup>. Se trata, en definitiva, de encontrar vías de extensión de la responsabilidad por deudas a la sociedad dominante, y también al accionista o partícipe controlador, al socio mayoritario o al socio de control de hecho, donde cabrá ubicar a las entidades patrocinadoras que orienten sus decisiones no en interés de la sociedad o del propósito para el cual se constituya, sino en interés propio.

Pero todo ello no debe soslayar que la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica tiene un carácter excepcional dentro de nuestro Derecho de sociedades y que requiere una apreciación de las circunstancias que permitan establecer los criterios que den lugar a su aplicación. Solo desde la adecuada captación del concepto de persona jurídica puede quedar relativizada la subjetividad de la sociedad; sin que la instrumentalidad de la forma societaria, como centro de derechos y obligaciones concedidos a los socios, sirva *per se* para justificar la ampliación a éstos de las deudas que en principio solo son reclamables a la sociedad (cfr., art. 1 LSC). Solo cuando, desde la posición de control se advierta un incumplimiento de los mecanismos y fines propios de la institución, como instrumento de organización de intereses que, en último extremo, alcanza a la empresa o a su objeto social, es dable alzar el velo de la personalidad jurídica para indagar sobre la realidad material que la sustenta y el reconocimiento de otros centros de imputación allende las fronteras de su patrimonio.

En las entidades propósito especial se establece una particular relación de control, por vía contractual *ex ante*, en orden a la realización del proyecto para el cual se constituyen, con la sociedad promotora. Respecto de la financiación del proyecto, por lo tanto, la cuestión se traslada a la función de vigilancia que corresponde, en los mercados financieros, a las agencias de calificación crediticia, y en último extremo, a los inversores, en particular en operaciones sobre

---

<sup>351</sup> Respecto del ejercicio de la facultad de control sobre las sociedades dominadas, que tiene una plasmación efectiva en la ejecución contractual y que se traduce en la generación de una «confianza» en el tercero que de buena fe llega al convencimiento de que, bien por «injerencia», bien por «asunción» implícita, la sociedad matriz contrae los compromisos adquiridos por su sociedad filial, pueden verse nuestros comentarios a las Sentencias del Tribunal Supremo (Sala 1.ª), de 4 de febrero de 2016 y del Tribunal Superior de Justicia de la Comunidad Valenciana (Sección 1.ª) de 19 de noviembre de 2014, «Compraventa de negocio y relaciones grupales: Intervención de la sociedad matriz en la ejecución contractual –cesión de créditos o de contrato– y extensión de una cláusula contractual de no competencia», y «Extensión de cláusula de sometimiento a arbitraje a las sociedades del grupo: Aplicación de las doctrinas de los actos propios, de la buena fe y del alzamiento del velo de la personalidad jurídica», en la *Revista jurídica del notariado*, núms. 97-8 y 64, de 2016 y 2015, pp. 349-365 y 425-443.

las denominadas «entidades de vehiculares»<sup>352</sup>. Toda esta dinámica, sin embargo, acrecienta todavía más los denominados «problemas de transacción» que incorporan las entidades de propósito especial y, de igual modo, su utilización con fines ilegítimos. Lo anterior requiere una adecuada ponderación de la figura con la «doctrina del levantamiento del velo» de la personalidad jurídica y con los grupos de casos que dan lugar a su aplicación. A este fin es preciso indagar las circunstancias que lleven a reconocer la utilización de estas sociedades en el mercado de forma contraria a las exigencias de la buena fe y a los intereses legítimos de los afectados por su actividad.

Las consideraciones apuntadas obligan, por ende, a adentrarse en las características que impregnan este contrato de organización que constituye la sociedad y que adquiere unas específicas connotaciones cuando se trata de una sociedad de propósito especial, provista de unos pactos y unos términos que tendrán su correspondiente reflejo en su actividad externa en el mercado. Se ha de tomar en cuenta, en consecuencia, el propósito perseguido por el sponsor en relación con la previsión de las necesidades de financiación, con la distribución de sus beneficios y con la programación de la actividad para la cual se constituye. De otra parte, la identificación del control, en atención a la ficción jurídica que proporciona a la sociedad de propósito especial su específica personalidad, como sujeto independiente de las personas que le dan vida, comporta unos parámetros de actuación que exceden de los clásicos de intervención a través de sus órganos.

Todo ello no permite concluir, sin embargo, que la sociedad de propósito especial carezca de plena capacidad jurídica para obrar, ni que deje de ser sujeto de derechos y obligaciones dentro de los límites legales y convencionales establecidos para las sociedades; ni que, de otro lado, carezca de autonomía patrimonial. Tampoco significa que, siempre y cuando realice actividades empresariales, no se encuentre sujeta al específico estatuto aplicable a todo empresario. Ahora bien, en este contexto hay que poner el acento en la adaptación de los criterios y las conductas a los que alcanza la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica, y que permiten la extensión de las deudas de la sociedad de propósito especial a la entidad patrocinadora, por ser ésta, por otra parte, su principal beneficiaria<sup>353</sup>.

---

<sup>352</sup> HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 223 ss., sumariamente describe el proceso de *rating* de las obligaciones emitidas por las SPEs y la intervención de las agencias de calificación crediticia.

<sup>353</sup> Para HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., pp. 87-8, aun cuando la corporación permite limitar la responsabilidad, en casos excepcionales resulta de aplicación la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica, por lo cual conviene separar la in-

### 7.3 Los grupos de casos de alzamiento del velo de la personalidad jurídica en las sociedades de propósito especial

#### 7.3.1 CONSIDERACIONES PREVIAS

Aun cuando la doctrina discrepa respecto del enfoque que se deba dar a esta problemática, es frecuente distinguir entre diferentes grupos de casos de los cuales se pueda concluir una injerencia indebida dentro del comportamiento de la sociedad, entendida como entidad autónoma y, por lo tanto, ordenada para unos fines que le son propios. En este orden de cosas, la confusión de patrimonios, donde los elementos patrimoniales son utilizados indistintamente por distintas entidades en concurrencia de actividades económicas, puede conducir a la existencia de «empresas polisocietarias». En este aspecto, en las sociedades de propósito especial se plantean aquellas situaciones en las que tienen lugar intercambios patrimoniales entre esta sociedad y la entidad patrocinadora, en particular por transacciones sobre activos. Todas ellas han de ser objeto de la oportuna valoración desde el ámbito contable, cuestión que tampoco es de fácil resolución en cuanto este régimen se rige por sus propios criterios y técnicas<sup>354</sup>.

En segundo lugar, el control de una sociedad dominante mediante una dirección unificada, que además sea abusiva, también puede tener cabida en estas sociedades de propósito especial, sobre todo si se atiende a la consideración de la sociedad patrocinadora como sociedad beneficiaria. De ello cabe deducir, en consecuencia, que los sistemas de derivación de los flujos de efectivo, mediante los pactos fundacionales, en el denominado programa de viabilidad, y los contratos entre ambas entidades, generalmente de servicios que haya de prestar la entidad promotora, suponen *ex ante* un cierto control financiero sobre la entidad de propósito especial. Tal dirección unificada en el ámbito financiero puede adquirir diversas formulaciones y puede manifestarse, a la postre, en detrimento para los acreedores sociales de cualquiera de las partes<sup>355</sup>.

---

fluencia de la entidad sponsor sobre la de propósito especial, así como su intervención en las relaciones con terceros.

<sup>354</sup> HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, cit., p. 92, alude al supuesto contrario en el que un proyecto de grandes dimensiones quede dividido en subproyectos independientes cada uno de los cuales gire bajo una sociedad de propósito especial diferente. Incluso cabría pensar en la creación de SPEs financieras que tengan por objeto participar en las SPEs empresariales para la ejecución de un determinado proyecto y su posterior explotación, y que presten diferentes servicios al proyecto como medio para obtener una retribución por su participación en el mismo.

<sup>355</sup> Al respecto del «test de la unidad económica» («*economic unit test*»), GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 379, en relación con el caso *Centrafarm* del Tribunal de Justicia Europeo (ECJ: [1976] EUECJ R-104/75), es decir, cuando la filial no tenga libertad para decidir su acción en el

Por otro lado, resulta infrecuente en esta tipología societaria la existencia de situaciones de infracapitalización nominal, esto es, de aquellas en las que el patrimonio social no se encuentre formado por aportaciones de los socios, sino que la suficiencia para el desarrollo de su actividad se haga depender de los préstamos que éstos le concedan, y que les permita recuperar la inversión realizada. Sin perjuicio de las críticas al capital social como patrimonio inmovilizado, y por ende como cifra de retención en garantía de los acreedores, en las sociedades de propósito especial la patrocinadora no realiza aportaciones relevantes al capital, pero tampoco la relación con ella se articula por medio de préstamos. Si así fuera, en su caso podría dar pie a la aplicación de esta doctrina y en última instancia a su clasificación como préstamos subordinados en el procedimiento concursal. Al contrario, el apalancamiento, desde la relación que une a estas entidades, en muchas ocasiones no se trata tanto de un apalancamiento financiero, sino de un apalancamiento operativo, en relación con las necesidades de inversión requeridas. Y para ello tiene lugar una venta en firme con pago aplazado en consideración a las posibilidades de devolución que pueda tener la sociedad al efecto creada mediante el desarrollo de su cometido específico.

Ahora bien, el riesgo de la aplicación de la doctrina del levantamiento del velo de la personalidad jurídica tiene mayor calado cuando nos encontramos ante supuestos de infracapitalización material. La dotación en las sociedades de capital no tiene lugar mediante la constitución de un patrimonio, sino mediante aportaciones de capital, que solo pueden ser objeto de devolución mediante unos procedimientos específicos contenidos en la regulación y según unos reglas de protección en favor de los acreedores sociales (cfr., arts. 356.3 y 357 y 331 y ss. LSC, respecto de la separación de socios y la reducción de capital por restitución de aportaciones). Sobre esta base la sociedad de propósito especial puede albergar un capital social mínimo que sea manifiestamente insuficiente para atender las necesidades de inversión de la actividad a la que se va a dedicar.

Tales situaciones de infracapitalización material pueden quedar bien resueltas a través del cumplimiento de las previsiones de los programas de viabilidad, en cuyo caso, desde un punto de vista de la solvencia de la entidad y de la tutela de los derechos de sus acreedores, no existe riesgo de perjuicio alguno. El problema se presenta, sin embargo, cuando acontezcan hechos imprevistos que puedan afectar, no solo a la solvencia, sino también a la liquidez de la entidad para atender a sus compromisos llegada la fecha de vencimiento

---

mercado y si los acuerdos y prácticas tienen por objeto exclusivo el reparto de las tareas entre las empresas («has no legal freedom to determine its course of actions on the market, and if the agreements or practices are concerned merely with the internal allocation of tasks as between undertakings»).

o de madurez de los activos financieros. En estos supuestos, los acreedores encuentran un expediente jurídico que les permite la reclamación a la entidad promotora de las deudas asumidas por la entidad de propósito especial que no se halle convenientemente capitalizada.

Por último, como cajón de sastre, la utilización de esta tipología societaria puede servir para acometer actos en fraude de ley y en abuso de derecho (cfr., arts. 6.4 y 7.2 C.c.). Seguramente esta sea la sede donde mayores críticas se han vertido sobre las entidades de propósito especial, con particular profusión respecto de las de carácter financiero, en relación con aquellos casos en lo que concurra la intención última del sponsor de evitar ciertos controles administrativos o de llevar a cabo operaciones con fines de evasión fiscal<sup>356</sup>. Se trata, por consiguiente, de la utilización de estas entidades con un ánimo preminentemente defraudatorio de los mecanismos jurídicos y de control que naturalmente correspondería aplicar a la entidad en consideración a su radicación y a su objeto<sup>357</sup>. Con particular dificultad de concreción en el ejercicio de determinadas actividades financieras, la falta de un «punto de conexión» de la actividad que ligue a la entidad con un determinado territorio puede ser manifestación de la utilización abusiva de la figura. Esto lleva, en suma, a considerar la problemática de la fijación de la sede de las entidades de propósito especial en los territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales o que les dispensen un tratamiento normativo favorable.

### 7.3.2 CONFUSIÓN DE PATRIMONIOS: OPERACIONES SOBRE ACTIVOS Y NORMAS DE VALORACIÓN

En el sentido apuntado, la atribución a la sociedad de una personalidad jurídica se ha de entender en los justos términos de la finalidad que origina sus

---

<sup>356</sup> La terminología aquí es muy variada. Se habla así de «entidades pantalla», «sociedades fantasma», o en el ámbito fiscal, en particular en el ámbito de la tributación en el impuesto del valor añadido, de «empresas trucha». Al respecto, ALONSO GONZÁLEZ, L. M., *Fraude y delito fiscal en el IVA: fraude carrusel, truchas y otras tramas*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2008. Puede verse, en este sentido, la nota de prensa de la Agencia Tributaria: [www.agenciatributaria.es/static\\_files/AEAT/Contenidos\\_Comunes/La\\_Agencia\\_Tributaria/Sala\\_de\\_Prensa/2013-02-27\\_Esquema\\_fraude\\_IVA\\_informatica.pdf](http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos_Comunes/La_Agencia_Tributaria/Sala_de_Prensa/2013-02-27_Esquema_fraude_IVA_informatica.pdf)

<sup>357</sup> El Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de junio de 2013, en el marco de la recomendación octava, dirigida a las funciones del consejo, se refiere de forma expresa a cualesquiera «vehículos» que, a pesar de tener personalidad jurídica propia, tengan una finalidad meramente instrumental y estén controlados por el grupo de la sociedad cotizada o radicados en paraísos fiscales y, en general, a aquellas operaciones o transacciones con un contenido análogo. Todos deberán «obedecer a motivos legítimos, y no menoscabar, de forma injustificada, la transparencia de las operaciones y estructura del grupo».



privilegios<sup>358</sup>. Una de las causas de la necesidad de reflejar esta realidad toma como referente los contratos de compraventa que llevan a cabo la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial. En concreto, el conocido caso Enron, a partir de las prácticas contables basadas en transacciones con pactos de recompra con el que se disfrazaba el valor de mercado en determinadas operaciones y se concedía temporalmente una mayor liquidez a una de las entidades, dio lugar a un movimiento legislativo de fomento de la transparencia en la gestión<sup>359</sup>. No obstante, el problema no se halla en la utilización a estos efectos de entidades de propósito especial, sino más bien en la valoración que se haga de los activos objeto de transmisión a la hora de mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad. Con todo, las normas que rigen la contabilidad y que tienen como corolario esta imagen fiel, excluyen la revisión de aquellas operaciones que no tengan una «importancia significativa» dentro del conjunto de la empresa (cfr., art. 38, letra i, Cco.)<sup>360</sup>.

Ahora bien, las operaciones sobre activos pueden llevar a confusión sobre la utilización conjunta por ambas entidades y a otras actuaciones sobre ellos que pueden causar un perjuicio a terceros, principalmente a los acreedores sociales. Esto se puede dar con mayor claridad en aquellos supuestos en los que tiene lugar una transmisión de activos en favor de una sociedad no consolidable. Ya se ha hecho referencia a los términos en los cuales en la actualidad una sociedad de propósito especial ha de quedar integrada dentro del grupo de sociedades de la patrocinadora y de la extensión del concepto relacional del control a este fenómeno. Pero con ello tampoco se puede concluir que el grupo de sociedades sea una realidad ilegítima ni que *sic et simpliciter* haya de quedar sometido a la doctrina del levantamiento del velo.

Antes al contrario, aun a falta de una manifestación normativa, la realidad de grupo se manifiesta a través de las relaciones existentes dentro de las sociedades que lo forman, sin que por ello hayan de causar un perjuicio a los socios minoritarios, a los trabajadores o a los acreedores sociales. La necesidad de evitar que determinadas transacciones puedan tener lugar fuera del marco de consolidación o que concedan a quienes las realizan ventajas informativas asimétricas respecto de aquellos que puedan verse, siquiera indirectamente, afecta-

---

<sup>358</sup> Por todos, DE CASTRO BRAVO, F., «Ofensiva contra el concepto de persona jurídica», *Anuario de derecho civil*, 1961, t. XIV-IV, p. 943 ss., p. 944.

<sup>359</sup> Ampliamente, SCHWARCZ, S. L., «Enron and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures», cit., pp. 1309-1318.

<sup>360</sup> Sobre las reglas que rigen la consolidación contable y la responsabilidad derivada su incumplimiento, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 370.

dos por su realización, obliga, en primer lugar, a establecer criterios de mercado, especialmente rigurosos cuando se trata de operaciones entre partes especialmente relacionadas (*arm's length contractual transactions*)<sup>361</sup>. En el ámbito interno de confección de la contabilidad o de la contabilidad material, la regulación, en constante reforma, introduce criterios que tratan de evitar la llamada «ingeniería contable» en su faceta de «contabilidad creativa» o cosmética. A tal efecto, la renovación de la normativa contable, desde una perspectiva internacional, ha tratado, por diferentes medios, de dar transparencia a estas operaciones en el marco de los criterios de valoración (cfr., art. 38 bis Cco.).

Todo ello no se puede circunscribir únicamente a aspectos de mero corte privatista entre los sujetos afectados por la actividad de la entidad de propósito especial, sino que, como prueba de experiencia, esta figura ha recibido un notable interés desde la ciencia económica, desprovista de las limitaciones típicas de la veste jurídica que la entidad adopte. En particular, en el sistema financiero esta forma de actuar ha dado lugar a críticas que no han llevado a restringir su utilización, sino que, admitida su legitimidad, han tratado de atajar los riesgos de aprovechamiento de la figura para fines espurios, con el fin último de mejorar el funcionamiento de los mercados financieros y limitar los llamados riesgos sistémicos<sup>362</sup>. Tal aspiración ha sido alcanzada, en parte, con la obligación de consolidación contable y, en parte, con la información que los sujetos involucrados han de dispensar al mercado sobre los aspectos más relevantes de estas relaciones, en particular en la memoria como documento descriptivo de las cuentas y, en su caso, en el informe de gestión que ha de acompañar a los estados financieros.

Todas estas medidas tienden a restringir el uso ilegítimo de la figura. De un lado, suponen una evidente limitación de la discrecionalidad de la entidad patrocinadora para fijar los «precios de transferencia» por las transmisiones de activos, que han de quedar sometidas a valores de mercado<sup>363</sup>. Las reglas que

---

<sup>361</sup> SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», cit., p. 372; y GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., p. 317, consideran elementos centrales de todas estas relaciones nacidas al calor de las entidades de propósito especial, las específicas estipulaciones entre el sponsor y la entidad, lo cual obliga a considerar si con ello se dan asimetrías informativas que perjudiquen al mercado y a los inversores y si, por su carácter opaco, pueden servir para la realización de operaciones fraudulentas.

<sup>362</sup> Acerca de los problemas de opacidad y riesgo sistémico o procíclico, MARIMÓN DURÁ, R., «Delimitación y perspectivas de regulación del sector bancario en la sombra», cit., p. 39 ss.

<sup>363</sup> Sobre las «gestión de los ingresos» (*earnings management*) a través de las entidades de propósito especial, de modo que el promotor transmita activos financieros y la entidad obtenga financiación para su pago, al paso que el sponsor mantenga el control sobre los estados financieros a través de la fijación de «precios de transferencia» o la estimación de la valoración de los activos, FENG, M./GRAMLICH, J. D./GUTPA, S., «Special Purpose Vehicles», cit., pp. 1833-1876; y DECHOW, P./MYERS, L./SHAKESPEARE, C., «Fair value accounting and gains from asset securitizations», cit., pp. 2-25. Entre nosotros, sobre la trascendencia adquirida por la «política de precios de transferencia con las empresas del grupo» en el informe

ordenan la contabilidad, por otro lado, imponen mayores limitaciones a la posibilidad de adoptar estructuras que permitan excluir las reglas de valoración contable entre partes vinculadas y la utilización interesada de las informaciones financieras. Con todo, el recurso a estructuras complejas —en relaciones triangulares, circulares, o poliédricas— también ha de ser tenido en cuenta como mecanismo con el que se trate de llevar a cabo una «desconsolidación» de aquellas entidades que se presenten de forma separada ante el mercado, especialmente en los denominados grupos de coordinación<sup>364</sup>.

Piénsese también en aquellos otros supuestos donde el sponsor ceda sus intereses como «principal beneficiario» a un tercero, pero tampoco en este caso la cesión sea en firme, sino que retenga un derecho de recuperación de su posición jurídica, cualquiera que sea el medio contractual a través del cual se articule<sup>365</sup>. El carácter abstracto del Derecho no puede contemplar cada una de las soluciones posibles que desarrolla la siempre cambiante realidad económica. Sin embargo, algunas de estas posibilidades, unas más tradicionales, como la distribución de derechos sobre las acciones (como en el caso de la prenda y el usufructo de acciones), o de diferentes situaciones sobre ellas<sup>366</sup> (como en el caso del voto vacío) o incluso, en el marco de las acciones propias, mediante la aceptación en garantía y asistencia financiera y las participaciones recíprocas (cfr., art. 149 y ss. LSC), aunque de forma diversa y con base en el derecho de voto, sirven también para expresar esta realidad.

Ciertamente se podrá decir, con buen tino, que la confección de la contabilidad es competencia de los administradores sociales, correspondiendo a la

---

anual de gobierno corporativo, a la luz de la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, GONZALO ANGULO, J. A./GARVEY, A. M., cit., pp. 31.

<sup>364</sup> Como señalan GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 378, con remisión al caso *Mahonia v JP Morgan Chase* ([2004] EWHC 1938) seguido en la Corte de Derecho comercial de Queens, Reino Unido, estas entidades puede ser utilizadas en transacciones triangulares, y aun cuando las reglas de la consolidación contable no permitan abarcar todas estas operaciones, las reglas de transparencia, de control y de delimitación de sus beneficios y riesgos pueden compensar tal deficiencia en el marco de la información financiera que se ha de dispensar al mercado.

<sup>365</sup> También LUO T./WARFIELD, T., «The Implementation Effects of Expanded Consolidation», cit., p. 546, advierten aquellas operaciones de reestructuración de las entidades de propósito especial que persigan la desconsolidación contable para evitar una imagen de conjunto desfavorable, con un pacto de recompra de los intereses de la entidad, junto con los riesgos financieros que comporte; con ello se evita mostrar al mercado los resultados consolidados reales, mientras que estas transacciones se trasladan a la información descriptiva de otros documentos financieros, con lo cual decrece la calidad informativa que los estados consolidados pretenden reflejar.

<sup>366</sup> Con diferentes consideraciones sobre el control de estas situaciones en el mercado de valores, GIMENO RIBES, M., «Derecho de voto, interés social y estrategias en los mercados bursátiles: las situaciones de voto vacío», *La Ley Mercantil*, núm. 13, 2015, pp. 10-24.

junta general solo una función revisora, y que, por lo tanto, las deficiencias u omisiones existentes son imputables a los administradores que las suscriben, sin que su aprobación por la Junta excuse su responsabilidad (cfr., art. 236.2 LSC)<sup>367</sup>. Si la responsabilidad es imputable al administrador, en buena lógica, no cabe reclamarla también a la entidad patrocinadora, a riesgo de caer en un enriquecimiento injusto en favor del perjudicado, que podría cobrar de dos sujetos distintos por una misma causa. Ahora bien, la responsabilidad que se dirime en este plano no excluye que la confusión de actividades y, en concreto, que la venta de activos no pueda ser empleada con el objeto de distraer determinados elementos patrimoniales de la sociedad y, como venta en firme, incorporarlos a una entidad de propósito especial con el único fin de que tales elementos no respondan de las deudas de la entidad patrocinadora. En tales supuestos, si bien en consideración al resto de circunstancias concurrentes y entendiendo a la excepcionalidad de esta doctrina según criterios de justicia material, los afectados por este proceder, incluso cuando puedan ser socios externos de la entidad patrocinadora, pueden reclamar su aplicación para exigir la responsabilidad de la entidad beneficiaria<sup>368</sup>.

### 7.3.3 DIRECCIÓN UNIFICADA: LA DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA SOCIEDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL

En el entorno de los grupos de sociedades, a lo largo de la evolución de su parca normativa, preferentemente de orden contable, a efectos de delimitación del control societario, se han venido utilizando indistintamente los conceptos de control y dirección unitaria<sup>369</sup>. Aun en este último caso, la existencia

---

<sup>367</sup> Ampliamente, OLMEDO PERALTA, E., *La responsabilidad contable en el gobierno corporativo en las sociedades de capital*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2014, *passim*.

<sup>368</sup> Un caso semejante puede apreciarse en la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de enero de 2013 (núm. 796/2012) en el caso «Ramón Vizcaino, S. A.», en la, como antecedentes de hecho, tuvieron lugar diferentes modificaciones estructurales, a través de escisiones parciales, y cambios de denominación social para tratar de distraer la unidad económica de la que había surgido una deuda contraída en una operación internacional. Para su solución recurre el alto Tribunal a la doctrina del «alzamiento del velo», como mecanismo tuitivo del acreedor para atender a un objetivo de justicia material, ante estas maniobras societarias que procuraban la distracción de los activos que debían responder de las deudas y dirigidas a llevar a confusión sobre la identidad de las sociedades implicadas. A este fin, el Tribunal impone una responsabilidad solidaria de todas las sociedades que compartían, a un tiempo, objeto social, domicilio y control por un mismo órgano de decisión.

<sup>369</sup> La Exposición de Motivos del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital manifiesta «el deseo de ser superado pronto –todavía no cumplido– (...) con la creación de un Derecho sustantivo de los grupos de sociedades, confinados hasta ahora en el régimen de las cuentas consolidadas y en esas normas episódicas dispersas por el articulado». Junto a ello, se ha de resaltar el movimiento legislativo que balancea la regulación entre los conceptos de «control» y de «unidad de decisión», particularmente en la dicción

de una dirección unitaria en el grupo no constituye una realidad que merezca reproche por el Derecho.

El ejercicio de esa facultad o poder sobre la empresa de la entidad dependiente, bien puede ser convenientemente delimitado mediante contratos específicos entre la sociedad dominante y la sociedad dependiente que den legitimidad a esta intervención y que, en su caso, prevean medidas o ventajas compensatorias para el supuesto en el que las decisiones provenientes desde la matriz perjudiquen el interés social de la filial. La pertenencia al grupo de una sociedad dependiente puede igualmente proporcionarle ventajas implícitas que justifiquen ciertos sacrificios desde el punto de vista financiero. La legitimidad del grupo por esta vía contractual requiere, en todo caso, la debida transparencia de todo el conjunto, lo cual, a su vez, permite prevenir situaciones de abuso de la personalidad jurídica<sup>370</sup>.

Pero cuando se trata de entidades de propósito especial, el control viene predefinido a la hora de su constitución, toda vez quede delimitado el objeto social específico al que la entidad se va a dedicar, las facultades del órgano de administración para llevarlo a cabo y la disponibilidad de recursos y las pertinentes obligaciones de pago en previsión de la obtención de ingresos. En tal sentido la dirección efectiva no encuentra plasmación en un momento posterior, sino que, como un modelo *prêt-à-porter*, ya quedan definidas las reglas rectoras de la administración social. No obstante, en determinados supuestos ambas entidades pueden tener relaciones en momentos posteriores de la vida de la sociedad de propósito especial, especialmente cuando ésta requiera nueva financiación para cumplir su cometido.

Incluso dentro del fenómeno de los grupos de sociedades es habitual la existencia del denominado *cash pooling* o centralización de efectivos en una cuenta compartida por todas las entidades del grupo, que se utiliza según las necesidades de tesorería de las participantes. El saldo de esta cuenta centralizada del grupo, a modo de cuenta corriente comercial, determina la existencia de obligaciones o créditos dentro de cada una de las entidades que participen en ella<sup>371</sup>. En las relaciones entre la entidad patrocinadora y la entidad

---

del apartado primero del artículo 42.1 del Código de Comercio, tras la Ley de 62/2003, que pasó del criterio rector del «control» al de la «unidad de decisión», para posteriormente volver, mediante la Ley 16/2007, de 4 de julio, a una definición del grupo basada en concepto de «control societario», que se mantiene con el actual artículo 18 LSC.

<sup>370</sup> Sobre el «contrato de grupo» como marco jurídico estable en la resolución de conflictos y para la fijación de criterios de legitimación del grupo jerárquico, EMBID IRUJO, J. M., *Introducción al Derecho de los Grupos de Sociedades*, ed. Comares, Granada, 2003, p. 54 ss.

<sup>371</sup> Entre nosotros, FUENTES NAHARRO, M., «El contrato de «cash pooling»», *Revista de derecho mercantil*, núm. 291, 2014, pp. 233-266.

de propósito especial esta «cuenta compartida» puede ser utilizada tanto para reflejar los cargos y abonos que resulten de las ventas de activos efectuados por la entidad patrocinadora, como los pagos o ingresos en los plazos señalados <sup>372</sup>.

De otra parte, las limitaciones ya advertidas para alterar las valoraciones por la venta de activos, que pueden entrañar la responsabilidad de los administradores, generalmente se acompaña de contratos de servicios que permitan a la entidad patrocinadora obtener una retribución por su participación en la entidad. Se excluye así la limitación que impone el artículo 87 de la Ley de Sociedades de Capital, solo aplicable a las prestaciones accesorias retribuidas, respecto de aquellas que realicen los socios y con referencia al valor que corresponda a la prestación. El problema que aquí se percibe, sin lugar a dudas, atañe a la valoración que se haya de dar a estos arrendamientos de servicios, que por lo común se presentan como «servicios corporativos integrados», especialmente en los proyectos empresariales. Desprovista de los derechos económicos que el socio tiene legalmente reconocidos, tal retribución convierte a la entidad promotora en la «principal beneficiaria» del constructo. Esto no afecta, en principio, a los acreedores, cuyo interés se circunscribe a la devolución del crédito concedido más los intereses y comisiones que en su caso sean estipulados <sup>373</sup>.

Sin embargo, cuando la entidad de propósito especial adopte la forma de sociedad mercantil, preferentemente de capital, los socios, inversores diferentes de la entidad patrocinadora, pueden ver afectada su posición jurídica. Algo similar sucede con los privilegios de los fundadores en las sociedades anónimas (cfr., art. 27 LSC), o con las retribuciones mediante participación en beneficios de los administradores (cfr., art. 218 LSC), ambos sometidos a ciertos

---

<sup>372</sup> Acerca de la necesidad de diferenciar una «consolidación substantiva» (*substantive consolidation*), de una consolidación administrativa (*administrative consolidation*), a la luz del caso *Gen. Growth Props., Inc.* (409 B. R. 43, 61 (S. D. N. Y. 2009)), CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 34, pues para la integración de patrimonios de diferentes entidades en el caso de la insolvencia de una de ellas no es suficiente la transferencia de flujos de efectivo de una otra, si se mantienen convenientemente separados contablemente los créditos y las deudas resultantes de esta mecánica, y si, además, la «cuenta conjunta» sirve para atender puntualmente al pago de los acreedores según su vencimiento; distinto sería, sin embargo, que el flujo de efectivo sirviera para conceder preferencia al pago de las obligaciones de la matriz, lo cual permitiría esta «consolidación substantiva» dentro del procedimiento concursal.

<sup>373</sup> GOLOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPes: Part 2», cit., p. 379, recogen la palabras del Juez Friendly de la Corte de apelaciones en el caso *U. S. vs. Simon* (425 F.2d 796 (1969)) según el cual no es suficiente con un «pequeño peccadillo», sino que es necesaria una desviación tal de las reglas contables que ponga en riesgo la solvencia de la empresa («At least this must be true when the dishonesty he has discovered is not some minor peccadillo but a diversion so large as to imperil if not destroy the very solvency of the enterprise»).

límites cuantitativos, por lo que parece que dentro de estos márgenes cualquier fijación pueda reputarse lícita. A mayor razón cuando la entidad de propósito especial no encuentra sustento en su capitalización inicial, sino en la obtención de los fondos necesarios para ejecutar la actividad para la que se constituye. Con todo, cualquier orientación distinta del reconocimiento de un determinado porcentaje sobre los beneficios, también cuando se trate de participaciones o acciones privilegiadas, que no pueden devengar un interés fijo (cfr., arts. 95 y 96 LSC), contraviene la *causa societatis* de la obtención de un lucro repartible entre los socios.

Sobre esta base, las sociedades de propósito especial pueden tener un carácter meramente instrumental, que suponga el traspaso directo de sus beneficios a la entidad patrocinadora, a través de distintos contratos que así lo autoricen<sup>374</sup>. Esto puede no tener incidencia en el funcionamiento de la sociedad y de sus socios siempre que estos conozcan tal circunstancia, así como para los nuevos socios que puedan incorporarse con posterioridad. El problema deviene cuando tiene lugar una intervención posterior de la entidad promotora que pueda comprometer el patrimonio o la actividad de la sociedad de propósito especial. A ella se pueden unir otras situaciones en las que se advierta una dirección económica unificada en perjuicio de una de las partes, generalmente de la sociedad de propósito especial, aunque no permitan identificar una confusión patrimonial, como aquellas que den lugar a una asistencia financiera entre las entidades (cfr. art. 162 LSC para las sociedades limitadas)<sup>375</sup>.

Pero, como ya se ha hecho mención, para la pérdida de los privilegios de la personalidad jurídica, desde esta perspectiva no puede ser condición de suficiencia la existencia de una dirección unificada, sino que de ella ha de resultar un efectivo abuso de la institución que, no obstante el carácter instrumental mediante la ficción jurídica que representa la sociedad, cause un perjuicio ilegítimo a un tercero. Definidos, por lo tanto, los intereses involucrados, solo cuando resulten afectados por la superposición de otros, distintos de los exclusivos de la sociedad objeto de análisis, puede aceptarse la inaplica-

---

<sup>374</sup> GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 379, aluden también al caso *Mahonia vs. JP Morgan Chase* (2004) EWHC 1938 en el que la entidad Mahonia solo estaba nominalmente capitalizada y carecía de substantividad, de modo que el Tribunal consideró que no fue constituida para perseguir propósitos económicos legítimos, sino para ocultar los estados financieros de Enron; es más, carecía de exposición al mercado y tenía reconocidas unas comisiones fijas en vez de obtener beneficios comerciales, por lo que consideró acreditado que solo fue constituida en provecho de las entidades financieras Chase y Citibank, que eran las únicas con las que realizaba sus transacciones.

<sup>375</sup> Por todos, MARIMÓN DURA, R., *La asistencia financiera de una Sociedad Limitada a sus socios, administradores y otras sociedades de su grupo (del art. 10 LSRL al art. 162 TRLSC)*, ed. Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2010.

ción de la regla de la limitación de la responsabilidad del socio por deudas de la sociedad de capital. Los supuestos de tiranía del socio, que utiliza las estructuras sociales en interés propio son un buen ejemplo de lo que se acaba de decir y pueden ser extrapolados, por la vía del control, a la entidad patrocinadora o sponsor.

Todo ello sin perjuicio de las acciones que se reconocen a los socios para el ejercicio de acciones de impugnación o de indemnización por los daños que puedan resultar de los acuerdos de la Junta (cfr., art. 206 LSC) y de las acciones indemnizatorias derivadas de la actuación de los administradores sociales (cfr., art. 241 LSC). En todo caso, la excepcionalidad de la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica hace que solo sea reclamable a falta de otra vía desde el Derecho societario para el resarcimiento del daño causado. Para su aplicación es necesario acudir a criterios de justicia material que permitan la extensión de la responsabilidad por deudas contra el patrimonio de quien ejerza el control de forma abusiva o en fraude de ley<sup>376</sup>.

De este modo puede ser sintomática de una dirección unificada la existencia compartida de directivos y administradores, de sedes sociales y la asunción de obligaciones y prestación de garantías entre las partes, pero ello no conlleva necesariamente la extensión de responsabilidad a la entidad patrocinadora en virtud de una dirección programada<sup>377</sup>. Cuestión distinta será que tales transacciones se realicen en condiciones diferentes de las de mercado o que tengan una finalidad fraudulenta para atender a otros intereses distintos de los de la sociedad, o incluso que persigan la evitación del cumplimiento de ciertas obligaciones<sup>378</sup>. Pero fuera de lo anterior no se puede *sic et simpliciter*

---

<sup>376</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 251, toma como referente el caso *Heisley v. U. J. P. Engineered Product Corp.* (831 F.2d 54 (4th Cir. 1987)) y la «doctrina de la identidad de intereses» (*identity of interest*) o de la llamada «familia corporativa» (*corporate family doctrine*) para acumular en el procedimiento de insolvencia al resto de sociedades del grupo a efectos de la consolidación de sus patrimonios como mejor medio para la satisfacción de los acreedores y la conservación del valor de sus activos; también sobre la necesidad de encontrar la mejor solución no solo para matriz, sino para cada una de las filiales que forman parte del grupo, en el caso *Gen. Growth Props., Inc.* (409 B. R. 43, 61 (S. D. N. Y. 2009)).

<sup>377</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., pp. 238-9, con alusión al caso *Union Say. Bank v. Augie/Restivo Baking Co., Ltd.* (860 F.2d 515 (2d Cir. 1988)), desarrolla algunos de los criterios que justifican una «consolidación substantiva» en el plano de la insolvencia conjunta de sociedades, para lo cual toma en consideración: la existencia de la asunción por parte de una sociedad de las obligaciones de la otra; la gestión o la contabilidad común y la evidencia de otros gastos compartidos; la existencia de garantías entre las partes; la falta de cumplimiento de las formalidades legales en las transacciones entre las entidades; la falta de una adecuada capitalización de la filial; y la identidad de administradores, directivos y domicilios.

<sup>378</sup> GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., pp. 378-9, aluden al caso *Kensington International Ltd v Republic of the Congo* ([2005] EWHC 2684 *Queen's Bench Division (Commercial Court)*), en el que el gobierno del Congo creó diferentes entidades dedicadas a la distribución de petróleo para evitar el pago a un acreedor, y en el que, en aplicación de la doctrina del alzamiento del velo, la Cor-



admitir que la mera dirección programada de las entidades de propósito especial persiga fines fraudulentos, o que esta sea en todo caso creada con la finalidad de perjudicar derechos que los terceros puedan adquirir como consecuencia de su existencia. Y ello, claro está, siempre que se les dote de la capacidad financiera suficiente para la realización de la actividad, lo cual reconduce la situación a los supuestos de infracapitalización material.

#### 7.3.4 SUPUESTOS DE FRAUDE DE LA PERSONALIDAD JURÍDICA: LA CONSTITUCIÓN DE SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL EN PARAÍDOS FISCALES

En otro plano, la creación de entidades de propósito especial, con especial significación en las de carácter financiero, se asocia con la domiciliación de estas entidades en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales (cfr., art. 529 ter.1, letra g, LSC, que se refiere, indistintamente, a las entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales). Aun siendo realidades diversas, también en esta sede conviene distinguir entre aquellas entidades que sirven para finalidades legítimas de aquellas otras cuya constitución obedece a la evitación de obligaciones administrativas o fiscales.

En muchas ocasiones la línea será difusa. En las entidades de propósito especial de inversión de proyectos o de carácter empresarial, la ubicación de los activos, junto con las exigencias de la autoridades que impongan la domiciliación de la entidad allí donde se ha de ejecutar la obra o la instalación, servirá de «punto de conexión» para reconocer la ley aplicable (cfr., art. 10 C.c.). Sin embargo, los instrumentos financieros que se transmitan a la entidad de propósito especial carecen de vinculación alguna con un territorio concreto, en particular las titulaciones sintéticas, merced a la globaliza-

---

te de Justicia de Queen traspasó la personalidad jurídica de estas entidades para exigir que el pago del comprador fuera directamente al gobierno del Congo a fin de que de este modo se pudiera atender a la obligación de pago frente al acreedor. Pero para ello la Corte requirió una conducta deshonesta, esto es, de mala fe; que entendió existente al mediar una intención fraudulenta para evitar el cumplimiento de las obligaciones contractuales asumidas, en particular, al considerar que las entidades solo eran «cortinas de humo» (*smokescreen*) creadas a este efecto. En consecuencia, la transferencia de activos, aunque no hubiera sido realizada a un precio inferior al del mercado, solo fue utilizada para separar tales activos de la sociedad, con lo que se evitó, desde un punto de vista patrimonial, el cumplimiento de las obligaciones asumidas. Sin embargo, el levantamiento del velo no puede ser de aplicación a supuestos de derechos futuros de terceros, por lo que todavía ha de mantenerse la estructura legal de la entidad cuando simplemente sea utilizada para canalizar determinadas actividades del grupo.

ción de los mercados y los distintos activos subyacentes que pueden representar<sup>379</sup>.

La utilización de la entidades de propósito especial puede obedecer entonces a legítimos propósitos de la separación de patrimonios o de búsqueda de tratamientos fiscales más favorables, para lo cual son utilizados distintos mecanismos de transmisión (puede pensarse, entre otros, verbigracia, en arrendamientos financieros), de inversión y de diversificación de los riesgos como resultado de distintas actividades económicas<sup>380</sup>. Manifestaciones de lo anterior son, dentro de la libertad de establecimiento de la que pueden gozar las sociedades, la intención de acomodar el domicilio social al territorio que sea más favorable desde un punto de vista fiscal o el llamado «arbitraje regulatorio». En unos casos tales ventajas pueden ser alcanzadas por medio de entidades *on-shore* (bien conocidos son los casos de Luxemburgo o de Irlanda dentro de la Unión Europea, o de Delaware en los Estados Unidos); en otros, las entidades *off-shore* se establecen en puertos francos (entre otros territorios, las Bahamas, las Islas Caimán o la Isla de Man), que vienen a constituir una suerte de nueva «Isla del tesoro» de nuestro tiempo.

Son reconocidas, por lo tanto, las limitaciones normativas que permiten restringir esta actuación, dentro de las dificultades que entraña la existencia de un mercado global, y para identificar los supuestos en los que estas prácticas merecen un reproche jurídico. En tal sentido, la doctrina del levantamiento del velo puede encontrar encaje cuando los derechos de los acreedores, de los socios o de los terceros se vean afectados por la creación de estas entidades con el único propósito de la distracción de activos so pretexto de mejores rendimientos por un tratamiento fiscal favorable. Ya las modificaciones estructurales, donde su ubica también el traslado del domicilio al extranjero, contemplan medidas tuitivas de los socios y de los acreedores sociales, así como de los trabajadores en el caso de cambio del centro de trabajo, que, sin embargo, no encuentran oportuno reflejo en los supuestos de transmisión de activos (cfr., arts. 99 y 100 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles).

Pero en este caso, la motivación para considerar la ilegitimidad de estas estructuras obedece a criterios de seguridad jurídica y públicos de la ordena-

---

<sup>379</sup> En relación con los contratos de derivados crediticios, el artículo 19 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, permite que los fondos de titulización puedan titular de forma sintética préstamos y otros derechos de crédito, asumiendo total o parcialmente el riesgo de crédito de los mismos, mediante la contratación con terceros de derivados crediticios, o mediante el otorgamiento de garantías financieras o avales en favor de los titulares de tales préstamos u otros derechos de crédito.

<sup>380</sup> Sobre este mecanismo, para dejar de incluir los activos entre el patrimonio de las entidades, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1», cit., p. 317.

ción del mercado. Estas entidades quedan ubicadas en el ámbito del *shadow banking*, caracterizado por una amplia desregulación, o por escapar en ciertos ámbitos del movimiento regulador del sector financiero internacional. Pero ello no impide que las regulaciones nacionales puedan, dentro de sus formulaciones típicas, contemplar sanciones específicas. En especial el ámbito penal, la responsabilidad por las decisiones de los administradores de las entidades patrocinadoras, incluso cuando la creación venga autorizada por la Junta general, como en una transmisión de activos esenciales, abarca la conductas tipificadas en el delito de evasión de impuestos (cfr., art. 305 del Código penal). Otro tanto puede decirse respecto de las normas del Derecho del mercado y la falta de sometimiento al control exigible por las autoridades administrativas<sup>381</sup>.

El llamado «*póquer de carteras*» también tiene encaje en el grupo de casos en los cuales se puede apreciar un fraude de ley o, en su caso, de acreedores, mediante la interposición de la personalidad jurídica. A través de esta técnica negocial la venta del paquete de control de la sociedad se realiza a una sociedad instrumental participada por dicho socio y situada en un paraíso fiscal, para su posterior reventa al verdadero comprador a un precio superior o real de mercado. También estos supuestos, provenientes de la contratación internacional, con desviación de ingresos en evitación de imposiciones tributarias, permiten reconocer la relatividad de la personalidad jurídica en relación con los fines para los cuales se constituye o utiliza la sociedad de propósito especial cuando sea creada con fines vehiculares.

*Mutatis mutandi*, en el ámbito del Derecho privado pueden tener también cabida comportamientos que, mediante la creación de entidades de propósito especial, den lugar a la aplicación de la doctrina del alzamiento del velo de su personalidad jurídica<sup>382</sup>. Con todo, la domiciliación de estas entidades para el desarrollo de actividades de carácter financiero fuera de los contornos de la regulación nacional topa con la falta de un «punto de conexión» que pueda determinar la ley aplicable. La fungibilidad del objeto y la globalización de los mercados, a lo cual se une la libertad de establecimiento de las entidades, dificultan, en gran medida, su fijación.

<sup>381</sup> *In extenso*, *Behind the Corporate Veil: using corporate entities for illicit purposes*, ed. OECD Publications Service, París, 2001. En el fuero patrio puede verse la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, y el Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, que aprueba su Reglamento.

<sup>382</sup> GOLOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 378, enmarcan las cuestiones referidas al fraude y a la evasión fiscal básicamente en la órbita del Derecho penal, lo cual no impide la aplicación de la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica en el ámbito privado.

## ■ ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES...

En este punto la ley personal correspondiente a las personas jurídicas es la determinada por su nacionalidad, de modo que ella rige en todo lo relativo a su capacidad, constitución, representación, funcionamiento, transformación, disolución y extinción. Pero ésta a su vez se anuda al domicilio y éste sigue el criterio del «domicilio efectivo», en relación con el lugar donde se halle el centro de su efectiva administración y dirección, o en el que radique su principal establecimiento o explotación (vid. art. 9.11 C.c., en relación con los arts. 8 y 9 LSC). La radicación de los activos subyacentes de los instrumentos financieros implicados, e incluso, la ubicación de la entidad patrocinadora, como principal beneficiaria, podrían ser elementos a tener en cuenta ante eventuales reclamaciones para admitir la aplicación de la doctrina del levantamiento del velo de la personalidad jurídica.

Y todavía más allá, la intervención de entidades asesoras en la administración integrada de estas entidades podría dar lugar a la consideración de una administración de hecho, como fórmula para, en este caso, por vía de la responsabilidad, encontrar centros de imputación a los cuales extender la protección de los terceros afectados por la actuación de aquéllas. Pero lo anterior, claro está, no puede tener por solo fundamento ni la radicación de la entidad ni la existencia de una dirección unificada si no tiene una incidencia en los intereses de los socios externos, los trabajadores y los acreedores que vean sus derechos e intereses ilegítimamente desplazados mediante la interposición de la personalidad atribuida a las sociedades de propósito especial o, en su caso, por la transmisión del bien a fondos fiduciarios.

### 7.3.5 LA INFRACAPITALIZACIÓN: SOCIEDADES OCULTAS Y TRANSPARENCIA INFORMATIVA

Como un supuesto separado deben tratarse las cuestiones relativas a la capitalización de la sociedad y a su capacidad, con las aportaciones de los socios, para desarrollar la actividad para la cual se constituye. En el entorno de las entidades de propósito especial, cuando adoptan la forma de sociedades de capital, se da la necesidad de cumplir con los requerimientos del capital mínimo exigido. No obstante, el capital, tanto en el plano legislativo, como en el de la realidad social, muestra un creciente carácter residual como elemento garantista de los derechos de los acreedores sociales. Es más, determinados sectores vienen haciendo tiempo reclamando un cierto cambio de perspectiva para sustituir la función de garantía del capital por otros mecanismos de verifica-

ción de la solvencia de la entidad<sup>383</sup>. Esto ha permitido, trasladando la cuestión a nuestro sistema de sociedades, incluso la –mal– llamada fundación sucesiva de la sociedad limitada, es decir, la constitución de sociedades que pueden carecer, no ya de un capital mínimo desembolsado, sino, incluso, de una aportación inicial al capital social (cfr., art. 4 bis LSC).

Las sociedades de propósito especial pueden, por lo tanto, carecer del sustento de un capital adecuado para el desarrollo de la actividad, que es sustituido por la venta de activos y por otras transmisiones y servicios que permitan dar virtualidad al proyecto que con ella se pretende ejecutar. La instrumentalidad de la figura se halla más marcada, y por lo tanto se advierte un mayor riesgo de su utilización abusiva, en el marco de las titulaciones. Piénsese que en estos casos el objeto de la sociedad puede quedar limitado a la comercialización de determinados instrumentos financieros, por lo que su capital suele ajustarse al mínimo requerido para cumplir con las exigencias de la regulación, y a su vez la sociedad generalmente carece a su cargo de capital humano para el ejercicio de la actividad<sup>384</sup>.

A todo ello se une que la única presencia física se reduce a la existencia de un «administrador independiente», que en muchas ocasiones se trata de un residente en el paraíso fiscal donde se domicilia la sociedad. Se completa el panorama con la intervención de una entidad de gestión de cartera de valores que es utilizada como intermediaria para llevar a cabo la gestión integral del proyecto y, en su caso, con la prestación de servicios corporativos por parte de la entidad patrocinadora<sup>385</sup>. De este modo se externaliza toda la vertiente operativa de la entidad de propósito especial<sup>386</sup>.

Con todos estos mimbres se cuestiona la autonomía de la sociedad de propósito especial para actuar como una entidad separada en el mercado de la

<sup>383</sup> Por todos, LLEBOT MAJÓ, J. O., «La geometría del capital social», *Revista de derecho de sociedades*, núm. 231, 1999, pp. 37-90.

<sup>384</sup> Así el documento de trabajo elaborado por del Banco de Holanda sobre la definición de las entidades de propósito especial, de noviembre de 2004 (*Background Paper (DITEG) núm. 9, Definition of Special Purpose Entities, del Balance of Payments and Financial Accounts Department, Nederlandsche Bank*), p. 5, destaca que generalmente las entidades de propósito especial tienen pocos o carecen de trabajadores en la economía de acogida.

<sup>385</sup> LUO T./WARFIELD, T., «The Implementation Effects of Expanded Consolidation», cit., p. 543, se refieren a estas entidades, en el ámbito de las titulaciones, como aquellas constituidas solo para realizar una actividad específica o una serie de transacciones, por lo que frecuentemente se hallan poco capitalizadas, no tienen trabajadores o administradores reales, sus funciones administrativas son llevadas a cabo por un fiduciario y, si éste a su vez es titular de activos, un tercero se encarga de su gestión a través de un contrato de servicios.

<sup>386</sup> Alude así DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», cit., p. 39, al desarrollo de una «industria de SPE» por las entidades financieras a través de la creación de estructuras sobre la base de la «venta de activos» (*True Sale-Initiative*). Sobre la intervención de intermediarios financieros en la comercialización de las obligaciones emitidas por las SPE, HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 215.

sponsor que la crea. Además, con relación al caso de la constitución de sociedades en países favorables a la radicación de esta tipología societaria, a lo anterior se une el supuesto en el que la entidad patrocinadora no sea residente en el lugar donde la sociedad de propósito especial tenga su domicilio, de modo que tampoco exista vinculación personal con la nacionalidad de la patrocinadora. Es más, la nacionalidad asumida puede tener poco o nada que ver con el ejercicio de actividades económicas en el país de acogida.

A mayor abundamiento, el autopilotaje y el control *ex ante*, a través de diferentes mecanismos contractuales, pueden hacer que la sociedad de propósito especial solo sea un «vehículo» al servicio de su patrocinadora. En estos supuestos la sociedad carece, en consecuencia, de capacidad para dirigir sus actividades y para distribuir sus beneficios, al paso que su destino vendrá prefijado a través de un régimen que se puede denominar de «transparencia». En contraposición, sus necesidades de financiación vendrán establecidas por el programa de viabilidad y de negocio previamente diseñado, que no obstante la previsión de un margen de maniobra, admite que la entidad patrocinadora pueda insuflar la financiación oportuna en caso de necesidad y en atención a la evolución de los flujos de caja que genere su actividad<sup>387</sup>.

Sobre esta base no cabe sustraer a estas entidades, que adopten la forma de sociedad, del régimen societario que le sea de aplicación por la forma adoptada, como tampoco tiene lugar cuando las relaciones se estructuren a través de «una sociedad holding» o mera tenedora de inversiones financieras en otras sociedades, sociedad que no por ello pierde tal carácter. Tan solo se trata aquí de apuntar el riesgo que entraña para la realidad económica y la seguridad jurídica la utilización de estos mecanismos de inversión, en particular en el ámbito de actividades transfronterizas<sup>388</sup>. En concreto, las transacciones con acti-

---

<sup>387</sup> HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 214, se refiere a la entidad establecida en una jurisdicción fiscalmente favorable, solo con el objeto de recibir los créditos, y emisora de obligaciones que serán satisfechas contra esos créditos, mientras transfiera a la patrocinadora los resultados de la emisión de obligaciones, al mismo tiempo que atiende al pago de sus obligaciones.

<sup>388</sup> El documento de trabajo elaborado por del Banco de Holanda sobre la definición de las entidades de propósito especial, de noviembre de 2004 (*Background Paper (DITEG) núm. 9*, cit.), resume que las SPEs son «entidades legalmente autónomas, directa o indirectamente controladas por completo por una entidad extranjera, que son partes de un grupo de empresas, sin vínculos económicos sustanciales con la economía de acogida, dedicadas a un conjunto de actividades transfronterizas, que tienen por objeto el destino de toda clase de activos y pasivos, financieros o no, u otros ingresos relacionados, a otros países» («SPEs are autonomous legal entities, directly or indirectly wholly foreign owned, that are part of a group company, without substantial real economic links with the host economy, engaged in a variety of cross-border financial activities, which are aimed at the passing through of all types of financial and non-financial assets, liabilities and related income to third countries»). Se caracterizan, por lo tanto: por su radicación en un país distinto del de su promotora o matriz, respecto de la cual constituye una realidad económica autónoma; por la búsqueda de beneficios fiscales o regulatorios más que por su orientación hacia economías de opción dentro de su grupo; por su dependencia administrativa respecto de su matriz;

vos financieros, que no entrañan actividades empresariales *stricto sensu*, sino meras actividades especulativas, exigen una cautela reforzada desde el Derecho para identificar estas situaciones<sup>389</sup>.

Ya se ha hecho mención en otros apartados acerca de la evolución de la regulación contable para adaptar los estándares informativos a nivel internacional y para incluir a estas entidades en el marco de la consolidación contable. Su traslación a la ley nacional trata de atajar las asimetrías informativas y los usos ilegítimos de estos instrumentos en la identificación de la imagen fiel de las entidades que las promueven. Queda, sin embargo, como cuestión aparte, la utilización de estas estructuras para la «canalización» de instrumentos financieros estructurados y las limitaciones que presentan las cuentas y los estados financieros como foto fija de la situación patrimonial y también de la dependencia que resulta de las inversiones financieras de la entidad. Ciertamente esta situación puede variar en un momento posterior y de ello deberían dar cuenta, al menos en las grandes sociedades, el informe de gestión y en las sociedades cotizadas, los estados financieros intermedios, e incluso los hechos relevantes que han de ser comunicados a la autoridad reguladora correspondiente (cfr., art. 228 Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en relación con la información relevante a dispensar a la Comisión Nacional)<sup>390</sup>.

---

por la falta de vínculos económicos, industriales o laborales con el territorio de residencia; por servir de instrumento de financiación dentro y fuera del grupo; y por su utilización para titulaciones o para la explotación de derechos inmateriales. Por su objeto incluye las dedicadas a actividades financieras, las entidades holding tenedoras de inversiones financieras en otras entidades, y las entidades de gestión de activos, de distribución y venta y de explotación de derechos.

<sup>389</sup> Sobre la necesidad de adopción de medidas reforzadas de diligencia respecto de los clientes no residentes, de las sociedades cuya estructura accionarial y de control no sea transparente o resulte inusual o excesivamente compleja, y de las sociedades de mera tenencia de activos, se pronuncia el artículo 19 del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo. También el anexo III de la Directiva (UE) 2015/849, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, alude, entre otros, a personas o estructuras jurídicas que constituyen vehículos de gestión del patrimonio personal, a estructuras de propiedad de la empresa poco habituales o excesivamente complejas, y a clientes residentes en las áreas geográficas de mayor riesgo. Entre ellas incluye los terceros países que tengan, en sus sistemas nacionales de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, deficiencias estratégicas que planteen amenazas importantes para el sistema financiero de la Unión, como falta de informes de evaluación mutua o de evaluación detallada o informes de seguimiento publicados, que tengan niveles significativos de corrupción u otras actividades delictivas, y países objeto de sanciones, embargos o medidas similares adoptadas, por ejemplo, por la Unión o por las Naciones Unidas. También los países que ofrezcan financiación o apoyo a actividades terroristas, o en cuyo territorio operen organizaciones terroristas.

<sup>390</sup> *Vid.* Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante, y la Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante.

Pero en estos casos también se puede advertir, no obstante los esfuerzos por delimitación de la figura, la existencia de entidades de propósito especial que, pese a existir la obligación de información en los estados financieros y en su caso de consolidación contable por la entidad patrocinadora, se mantengan opacas<sup>391</sup>. Obviamente tal situación ha de encontrar traslado en la responsabilidad que por esta ocultación quepa imputar a los administradores, dentro de su estatuto jurídico. Adicionalmente, en los casos en los que la actividad sea meramente especulativa, en los que la entidad no tenga autonomía financiera fuera del marco del programa de financiación y, además, se encuentre infracapitalizada se plantea si cabe traspasar su autonomía formal para buscar la extensión de la responsabilidad a la entidad patrocinadora<sup>392</sup>. Refuerza esta opción el reconocimiento de relevantes restricciones en la capacidad de decisión de sus órganos, tanto respecto de la función general de estrategia y de gestión de los administradores, como en la distribución de beneficios, que se sujetan a la programación previamente diseñada por aquélla<sup>393</sup>.

No se trata, por lo tanto, de pactos reservados o de situaciones de sociedades ocultas, en el sentido que tales pactos no vinculen a la sociedad o que la sociedad no se manifieste como tal a través de los cauces formales que reclama el Derecho mercantil (cfr., arts. 119 Cco. y 29 LSC). Una opción plausible podría ser la de considerar esta estructura como una mera apariencia jurídica carente de organización de hecho, donde no exista una causa real del contrato y, por lo tanto, en las que ésta deba reputarse falsa o ilícita, de modo que trascienda a la sociedad misma y dé lugar a su nulidad (cfr., arts. 1274 y concordantes del Código civil). Con todo, la nulidad radical debe ser limitada a aquellos casos excepcionales en los que se persiga una finalidad ilícita o contraria a los principios configuradores de la forma social que adoptada. Tampoco la solución de la nulidad que prevé el sistema de sociedades, *sui generis* tanto por los casos que la justifican, como por las consecuencias que su declaración

---

<sup>391</sup> Sobre la existencia de «entidades ocultas» por falta de consolidación, cuando exista este deber, GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 12. GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 379, desde el punto de vista contrario, a partir de la nulidad de la entidad, abogan por la conveniencia de no consolidar estas entidades con fines fraudulentos para no desvirtuar la imagen del grupo.

<sup>392</sup> Sobre la infracapitalización como vía para buscar la imputación de responsabilidad al sponsor en caso de insolvencia de la sociedad de propósito especial, KAMMEL, V., «Zweckgesellschaften und Insolvenz», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 83-103, pp. 92-3.

<sup>393</sup> GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 379, en caso de abuso de las entidades de propósito especial, en particular cuando se acuda a esta figura por razones contables o de información y no económicas, abogan por poner el foco en la responsabilidad de los administradores de la entidad sponsor que promovieron su creación. En particular, consideran que estas circunstancias tienen lugar cuando el capital o la inversión, los administradores, las actividades y los rendimientos carezcan de independencia y cuando otras relaciones vinculen a ambas entidades en favor de la sponsor.



comporta (cfr., art. 56 LSC), facilita la exégesis de la solución que el Derecho ha de dispensar en estos supuestos de hecho<sup>394</sup>.

La nulidad de la sociedad no resuelve convenientemente los abusos que la utilización de la figura pueda causar. Por otra parte, una interpretación restrictiva de la utilización de estas formas y del modo en el que los operadores económicos decidan desarrollar sus inversiones puede ser contraproducente para la economía de mercado. En tal sentido, sin necesidad de provocar la extinción del tipo social, el recurso a la doctrina del levantamiento del velo de la personalidad jurídica puede ser un expediente hábil para atajar todas aquellas conductas extrasociales que no hallen otro amparo desde el ámbito sancionador del Derecho de sociedades. Desde esta perspectiva, el traspaso de la personalidad jurídica se percibe como un mecanismo adecuado cuando el sponsor trate de obtener un provecho ilegítimo de la figura en perjuicio de los demás intereses concurrentes, en particular de los acreedores sociales que resulten afectados por tal proceder. En suma, la extensión de la responsabilidad en estructuras ficticias o donde resulte manifiesto un ánimo defraudatorio en favor de la sociedad beneficiaria que las promueve puede ser la mejor solución como cláusula de cierre del sistema<sup>395</sup>.

---

<sup>394</sup> En casos de fraude, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 2», cit., p. 380, abogan por la nulidad radical o *ab initio* de la entidad, así como de las transacciones realizadas por ella, y por la atribución de la responsabilidad a los administradores de la entidad patrocinadora.

<sup>395</sup> En general, sobre la necesaria distinción entre la causa ilícita y el negocio simulado o celebrado en fraude de acreedores, SABORIDO SÁNCHEZ, P., *La causa ilícita*, cit., pp. 306-7, que, en su caso, puede dar solo lugar al deber de reparar el daño causado.



## CAPÍTULO 5

### SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL Y RELACIONES CON EL DERECHO CONCURSAL

#### 1. CONSIDERACIONES PREVIAS

##### 1.1 **La separación patrimonial y su relevancia en la configuración de la entidad de propósito especial como una entidad de insolvencia remota**

Una preocupación constante a lo largo de la evolución de la figura de la entidad de propósito especial, cualquiera que sea la forma jurídica adoptada, ha sido la de mantener este patrimonio o entidad separado de la entidad patrocinadora a los efectos de una eventual insolvencia (*bankruptcy-remote* en terminología anglosajona)<sup>396</sup>. Esto es particularmente relevante a la hora de encontrar financiadores de sus operaciones diferentes a la entidad patrocinadora, sin que, por lo tanto, su inversión se pueda ver comprometida por las vinculaciones que puedan existir entre ellas.

---

<sup>396</sup> Así ha llegado, dentro de la admisión de la fiducia para estos fines, por influjo del *trust* norteamericano, a Colombia. Como explica PINZÓN FONSECA, D. F., «La fiducia mercantil como vehículo de propósito especial», cit., p. 568, el artículo 55 de la Ley 1.116 de 2006 protege a los acreedores del crédito que financia el proyecto y respalda la fiducia, toda vez que en casos de insolvencia quedan excluidos de la masa de la liquidación los bienes transferidos a un patrimonio autónomo con fines de garantía para obtener financiación; en relación con lo anterior, el artículo 12 del Decreto 1038 de 2009 excluye de la masa de la liquidación los bienes que el deudor hubiere transferido a título de fiducia mercantil para obtener financiación con fines de garantía, siempre y cuando el respectivo contrato se encuentre inscrito en el Registro mercantil de la Cámara de comercio con jurisdicción en el domicilio del fideicomitente y que el registro, de acuerdo con la clase de acto o con la naturaleza de los bienes, se hubiere realizado conforme a la ley. Con todo, se habrá de estar, en último término, a si los bienes fideicometidos son parte de la unidad de explotación económica del fideicomitente, de modo que sea conveniente la venta conjunta de todo este patrimonio.

Desde este punto de vista, se ha de distinguir entre una consolidación contable o formal y una consolidación denominada material. La consolidación formal se asocia con los criterios definidores del control que determinan que la entidad patrocinadora haya de consolidar sus cuentas junto con las de la entidad o entidades de propósito que recaigan dentro del parámetro de consolidación, y se rige por las reglas del orden contable. En contraste, para la consolidación material, sobre la existencia de una dirección única, se han de dar elementos de conducta que supongan una influencia efectiva determinante de una situación de insolvencia, lo cual puede llevar a la unificación de los patrimonios de las entidades en el procedimiento concursal (*Substantive Consolidation Risk*)<sup>397</sup>.

La declaración del concurso y la posterior tramitación del procedimiento comportan unos gastos vinculados a su desarrollo, dentro de los créditos contra la masa, que tratan de ser limitados cuando el patrimonio de afectación se destina a entidades de propósito especial. Se advierte, en consecuencia, la existencia de un control de carácter pasivo sobre el negocio, de modo que, bien prediseñado, no requiera manifestación efectiva durante la vida de la sociedad. A la par, el interés de la entidad patrocinadora sobre la entidad de propósito especial se organiza de tal forma que la relevancia de los derechos de voto u otros de carácter administrativo del socio quedan diluidos. Por el otro lado, el diseño de la entidad de propósito especial permite que la entidad patrocinadora traslade los riesgos financieros a aquélla, con lo cual evita que la insolvencia de cualquiera de las dos se comunique, en principio, a la otra, y mantiene *prima facie* la autonomía no solo formal, sino también sustancial, de ambas entidades<sup>398</sup>.

Mediante la introducción de ciertas medidas en la confección de estas entidades, la entidad promotora, que pretende que terceros puedan financiar el

---

<sup>397</sup> Sobre el «riesgo de consolidación substantiva» (*Substantive Consolidation Risk*) y la conveniencia de adoptar las medidas que tiendan a su minimización, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., pp. 232-3, lo cual es consecuencia, en el ámbito de la titulización, de las exigencias de las entidades de calificación crediticia para la emisión de obligaciones, de forma que los acreedores tengan la fiabilidad de que los activos y las obligaciones de la entidad son los únicos que se verán afectados por el régimen de la insolvencia. Sobre esta «consolidación substantiva» mediante la aplicación de la doctrina del alzamiento del velo, en relación con la creación de entidades con fines fraudulentos, también ARLT, R., *True Sale Securitisation*, cit., pp. 264 y 459.

<sup>398</sup> Para GORTON, G./SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», cit., p. 1, la existencia de las entidades de propósito especial solo se explica si tales entidades pueden mantener separado su patrimonio, desde el punto de vista de la insolvencia, de la entidad de que las crea y logran minimizar así los costes de la insolvencia; para ello los derechos de control, junto con los activos pertinentes, son separados de las decisiones financieras, de carácter pasivo, que son trasladadas a estas entidades. En consecuencia, los acuerdos implícitos entre el sponsor y la entidad se orientan a evitar los costes que implica la integración de ambas entidades en el proceso concursal.

proyecto, trata de proteger tanto inversión de éstos como la propia, con la finalidad que la insolvencia no se extienda al resto de su patrimonio<sup>399</sup>. Asimismo, suelen ser los inversores ajenos a la entidad promotora los que exigen la inclusión de este tipo de cláusulas, en previsión de la necesidad de limitar los efectos perniciosos que una extensión de las deudas de la entidad patrocinadora a la entidad de propósito especial puede tener para su posición jurídica en caso de una eventual situación de insolvencia de aquella<sup>400</sup>. En el fondo los inversores tratan de limitar que la insolvencia de la patrocinadora arrastre, merced a la relación de dependencia, a la entidad de propósito especial de la que son acreedores y que, en virtud de esta declaración, pasen a formar parte de la masa pasiva de todo el conjunto, donde se integren también los de la entidad patrocinadora<sup>401</sup>.

Ha de tenerse en cuenta, además, que en principio será la entidad promotora la principal acreedora en virtud del contrato de venta con precio aplazado a través del cual la entidad de propósito especial logra la obtención de los recursos que le son necesarios para la implementación de la actividad. En tal sentido, los inversores requieren, en primer lugar, que la transmisión de activos entre la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial sea «en firme», esto es, que no existan pactos que permitan a la entidad patrocinadora la recuperación del bien destinado al específico proyecto. A través de este mecanismo contractual la entidad dispone de un determinado patrimonio de afectación a efectos de la realización de su actividad y como garantía frente a terceros. Todo ello se ha de entender, no obstante, sin perjuicio del reconocimiento de una relación de control entre ambas entidades y de una obligación de consolidación contable o puramente formal<sup>402</sup>.

---

<sup>399</sup> CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 31, a la luz del caso *General Growth Properties* (409 B. R. 43 (Bankr. S. D. N. Y. 2009)), reconocen la prevalencia de los principios que rigen el Derecho concursal, en beneficio, entre otros, de terceros acreedores, frente aquellos pactos contractuales que tiendan a mantener formalmente separados los patrimonios de ambas entidades.

<sup>400</sup> Al respecto, BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., p. 1341; y MCINERNEY, W., «From Bankruptcy-Remote to Risk-Remote», cit., pp. 2-3.

<sup>401</sup> El párrafo segundo del artículo 231 del Reglamento de la solvencia alemán se refiere así a las entidades de titularización de propósito especial como aquellas entidades constituidas con el único propósito de llevar a cabo una o más operaciones de titularización con la intención de aislar las obligaciones de esta entidad de las del sponsor o de aquellos que tengan un interés asociado a su patrimonio («Verbriefungszweckgesellschaft ein Unternehmen, das zu dem ausschließlichen Zweck der Durchführung einer oder mehrerer Verbriefungstransaktionen mit der Absicht errichtet wurde», «die Verpflichtungen der Verbriefungszweckgesellschaft von denen des Originators zu isolieren und deren Anteilseigner das Recht haben, die mit ihrem Anteil an der Verbriefungszweckgesellschaft verbundenen Rechte uneingeschränkt zu verpfänden oder auszutauschen»).

<sup>402</sup> Sobre la doctrina de la «consolidación substantiva» tratada en el caso *Owens Corning* (419 F.3d 195, 205 (3d Cir. 2005)), CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 31, atienden, desde el punto de vista de los acreedores, a si tienen la convicción de que las diferentes entidades consti-

Junto con lo anterior, en los acuerdos constitutivos de la entidad o entre sus pactos de funcionamiento, tanto de los órganos sociales como, en su caso, por vía preferentemente estatutaria, los inversores, a fin de limitar sus riesgos, reclaman la concreción y la imposibilidad de ampliación o sustitución del objeto de la entidad, esto es, de las actividades a las que se pueda dedicar<sup>403</sup>. Otras garantías convencionales, por otra parte, tienen un carácter operativo, tanto en relación con el cumplimiento de las obligaciones derivadas del régimen de la contabilidad y de la presentación de las cuentas anuales o de estados financieros separados, como respecto del pago de sus obligaciones y el cumplimiento de sus contratos. Se trata, en definitiva, de incluir específicos pactos que garanticen una actuación autónoma de la entidad de propósito especial en el mercado, sin la intervención o injerencia de su promotora.

Asimismo, los acuerdos entre los inversores y la entidad de propósito especial generalmente hacen expresa mención tanto de las restricciones referidas a las operaciones entre partes vinculadas, como de aquellas que puedan tener lugar con la entidad promotora. En particular, con frecuencia se extienden a la prohibición de prestación de garantías entre ellas y de asunción de obligaciones o de cualquier otra actividad que pueda suponer una confusión con los activos materiales o financieros de otra entidad. Todas medidas apuntadas contribuyen a acreditar, en caso de insolvencia, que la entidad de propósito especial es una entidad autónoma en todos sus aspectos y a evitar, en la medida de lo posible, la aplicación de la doctrina del alzamiento del velo y de este modo el flujo de responsabilidades y deudas entre entidades que formalmente se presentan ante el mercado como sujetos autónomos<sup>404</sup>.

---

tuyen una sola unidad económica y a la confianza que en ellos puede provocar tal apariencia, o si los créditos y el sistema de pagos se hallan tan interconectados que se hace difícil separar a las dos entidades en la práctica; por todo ello la entidad de propósito especial, en su relación contractual con los acreedores, ha de dejar suficiente constancia de su exclusiva responsabilidad, a fin de evitar la consolidación substantiva en caso de insolvencia.

<sup>403</sup> Todas estas previsiones de gobierno corporativo y de limitación del objeto social, tanto en la escritura constitutiva como en los estatutos, para asegurar la autonomía de la entidad en el marco de la insolvencia, son también destacados por ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 280.

<sup>404</sup> CLEMENT W. R./ MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 31, recogen las exigencias que provienen de los inversores, y que trasladan a sus contratos con la entidad para asegurar la autonomía de esta última; entre ellas, la designación de administradores independientes, el mantenimiento del objeto o de la actividad tal y como resulten determinados en su constitución, el cumplimiento de sus obligaciones organizativas y contables, el pago de sus deudas, su actuación en nombre propio, y la imposibilidad de asunción de deudas u otras obligaciones de terceros y de fusionarse con otra entidad o transferirle sus activos. Asimismo, DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», cit., p. 36, respecto de la separación en la insolvencia, advierte la necesidad de considerar el propósito concreto de la entidad, las cláusulas informativas con los acreedores limitadoras de la responsabilidad frente al sponsor (*Limited Recourse-Klausel*), y la independencia en la sponsor en su gestión, que es sustituida por un prestador independiente de servicios, lo cual lleva a su vez a la ausencia de un empleador. En esta línea, KAMMEL, V., «Zweckgesellschaften und

## 1.2 La presencia de administradores independientes como expresión de la autonomía de la entidad de propósito especial

Todo lo anterior nos conduce, por otro lado, a considerar la posición asumida por los administradores de las entidades de propósito especial. Como ya se ha indicado, los miembros de su órgano de administración o dirección adoptan la condición de administradores independientes a fin de impedir que tenga lugar la «consolidación material», esto es, la acumulación de procedimientos o la extensión de los efectos del concurso a la entidad patrocinadora o *sensu contrario* de ésta a la entidad de propósito especial. Ello, sin embargo, no permite entender que los administradores independientes hayan de servir mejor a los intereses de los acreedores, al menos en las entidades solventes, donde su actuación se ha de centrar en el interés de la entidad<sup>405</sup>.

Precisamente para variar este criterio de la búsqueda del «mejor interés» de la entidad, en las situaciones de insolvencia la regulación concursal impone la designación de la administración concursal. Los administradores concursales, sin perjuicio de la mejor solución que se pueda dar al concurso mediante el mantenimiento o, incluso, la transmisión de la empresa, son nombrados para la tutela de los intereses del concurso, y, con ello, de los acreedores que se ven en él involucrados. Sin ahondar más en el tema, se ha de puntualizar, por otra parte, que en las entidades de propósito especial la actuación de los administradores, aun cuando sean considerados independientes, se encuentra, si bien no limitada al exterior, sí condicionada o predefinida por los pactos fundacionales. En consecuencia, los compromisos asumidos en su relación con la entidad de propósito especial de facto restringen su comportamiento en la adopción de decisiones de gestión o representación y tienen oportuno reflejo en el marco de su responsabilidad por el ejercicio del cargo (cfr., art. 236.1 LSC)<sup>406</sup>.

---

Insolvenz», cit., p. 96, destaca la necesidad de confeccionar detalladamente tanto las relaciones entre la entidad y el sponsor, como de aquélla con los acreedores, y también el contrato de servicios de gestión, de modo que la entidad de propósito especial actúe de forma independiente y mantenga su debida separación del sponsor desde la perspectiva del Derecho de la insolvencia.

<sup>405</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 253, alude al caso *North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Gheewalla* [930 A.2d 92, 101 (Del. 2007)] para concluir que, con carácter general, dentro del marco de las empresas solventes, también el administrador independiente puede considerar el interés de la sociedad matriz con carácter preferente a los intereses de los acreedores.

<sup>406</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 254, destaca que las entidades de propósito especial tienen por objeto evitar la afectación de otros patrimonios dentro del grupo de sociedades, pero que, a su vez, la pertenencia al grupo conlleva otras implicaciones respecto de la consideración de los intereses del grupo por parte de sus administradores; ésta es una cuestión distinta, y por tanto no tiene una traslación automática, a la «consolidación substantiva» en el ámbito de la insolvencia, que solo tendrá lugar cuando tal actuación entrañe un perjuicio para los acreedores.

La incorporación de la figura de los administradores independientes sirve como argumento añadido para mantener la separación de intereses entre la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial. Como contrapeso, los pactos estatutarios y los compromisos entre la sociedad y el administrador pueden vaciar sus facultades para proponer modificaciones estatutarias o estructurales de la entidad (léase, verbigracia, la fusión con otra entidad). Entre estas medidas destaca, desde este punto de vista, la instancia de la solicitud de concurso, que requiere la aprobación por una mayoría reforzada o, incluso, la unanimidad de los administradores independientes dentro del órgano de administración<sup>407</sup>.

En todo caso, si bien la solicitud de concurso por la administración de la sociedad puede modularse desde un plano interno en cuanto a su presentación a la Junta, en el externo, sin embargo, los administradores quedan sometidos a un particular régimen de responsabilidad por deudas. Tal responsabilidad *ex lege* surge cuando no adopten las medidas necesarias en caso de concurrir causa de disolución o no soliciten la disolución judicial o, si procediere, el concurso de la sociedad, en los términos que previene el artículo 367 de la Ley de sociedades de capital<sup>408</sup>. En consecuencia, una restricción del deber de solicitud del concurso o de, en su caso, la adopción de las medidas necesarias para proveer su declaración no se ha de entender como una renuncia a una facultad del administrador.

En concreto, cuando se trate de un consejo de administración, el consejero, individualmente considerado, puede probar su falta de intervención en la adopción y ejecución del acuerdo, el desconocimiento de su existencia o la adopción de medidas para evitar el daño o su oposición expresa (cfr., art. 237 LSC). Ahora bien, por tratarse de la falta de adopción de un acuerdo, el consejero ha de probar, *sensu contrario*, que promovió, en la medida de sus posibilidades, su consideración por el Consejo. Y ello por cuanto el apartado segundo del artículo 367 de la Ley de sociedades de capital atribuye a los administradores la acreditación del momento en el cual acontece la fecha de la causa legal de disolución de la sociedad, a fin de evitar que su inactividad excluya su responsabilidad por las deudas nacidas con posterioridad. Por lo tan-

---

<sup>407</sup> Sobre la necesidad del voto favorable de cada uno de los administradores independientes para instar el concurso de la entidad, CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 31.

<sup>408</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 345, en alusión al caso *Kingston Square Kingston Square Assocs.* (214 B. R. 713 (Bankr. S. D. N. Y. 1997)), reconoce a los acreedores la posibilidad de reclamar esta responsabilidad por daños frente a los administradores, por lo que estos, para evitarla, han de adoptar las medidas necesarias para proceder a la reorganización de la entidad; y ello, aun cuando sea reconocible que los administradores no tienen una obligación fiduciaria frente a los acreedores, en tanto que estos pactos solo pueden ser entendidos en interés de ellos, a fin de evitar que la entidad promotora pueda provocar ilegítimamente la insolvencia de la entidad de propósito especial.



to, dado que estas limitaciones afectan al sistema societario en su conjunto y al interés de los acreedores, su introducción no puede perjudicar sus intereses legítimos y los derechos que les son reconocidos en el marco de la insolvencia de la entidad (cfr., art. 6.2 C.c., que solo autoriza la exclusión voluntaria de la ley aplicable y la renuncia a los derechos cuando no contraríen el interés o el orden público ni perjudiquen a terceros)<sup>409</sup>.

## 2. INTEGRACIÓN DE LA ENTIDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL EN LOS GRUPOS DE SOCIEDADES Y DECLARACIÓN CONCURSAL

### 2.1 Consideraciones introductorias: la declaración concursal dentro del marco de las relaciones en las entidades integradas en un grupo y su extensión a las entidades de propósito especial

La realidad del grupo de sociedades encuentra reflejo en la tramitación procedimental del concurso. Ya en una primera instancia la solicitud realizada por el deudor implica la obligación de informar acerca de su pertenencia a un grupo ya no de sociedades, sino de empresas, lo cual amplía el marco a otras entidades distintas de las sociedades (cfr., art. 6.2.4.º LC). En segundo lugar, la entidad puede aparecer como sociedad dominante o como sociedad dominada, de modo que resulta indistinta la posición ocupada por el deudor en este ámbito, por lo que su integración dentro del grupo comporta en todo caso la obligación de esta declaración.

Sin perjuicio de la extensión del fenómeno a otras entidades, la regulación concursal toma como referente normativo la conformación típica del grupo de sociedades contenida en el artículo 42.1 del Código de Comercio (D. A. 6.ª LC). Como ya se ha indicado, la regulación actual del Derecho de sociedades, por su remisión al grupo, tal y como es concebido en el Código de comercio, no contempla la figura de las sociedades o *lato sensu* de las entidades de propósito especial. Por ello hay que descender a las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas, aprobadas por el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, para identificar los criterios para su consolidación.

---

<sup>409</sup> Destacan KLEE, K./BUTLER, B., «Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues», *Uniform Commercial Code Law Journal*, núm. 35, 2002, pp. 23-67, pp. 33-4, que no debe confundirse la adopción de medidas que tiendan a evitar que la entidad de propósito especial llegue a la situación de insolvencia con que se imponga a un sujeto la renuncia a la solicitud del concurso cuando concurra la situación económica que le dé lugar.

En todo caso, una visión integradora permite reflejar esta realidad, aun cuando no tenga su correspondiente manifestación dentro del concepto tradicional de grupo. Así cuando se den las circunstancias que permitan identificar una situación de control, que el apartado segundo del artículo 2 del Real Decreto 1159/2010 aprecia con la participación del sponsor en los riesgos y beneficios de la entidad de propósito especial, su integración dentro del conjunto objeto de consolidación contable impone su manifestación. En este marco, el deudor, sea la entidad patrocinadora, la entidad de propósito especial o cualquier otra entidad del grupo, ha de presentar en la solicitud de concurso las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados correspondientes a los tres últimos ejercicios sociales y el informe de auditoría emitido en relación con dichas cuentas. Pero además, y sin perjuicio de las informaciones contenidas en la memoria, especialmente de las relaciones con entidades especialmente relacionadas, la regulación concursal exige que el deudor aporte una memoria expresiva de las operaciones realizadas con otras sociedades del grupo durante los tres ejercicios sociales anteriores (cfr., art. 6.3.4.º LC)<sup>410</sup>.

Llegados a este punto, la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley concursal, introdujo una cierta autonomía a la figura mediante la incorporación de un específico capítulo tercero dentro del título primero destinado a los «concursos conexos». Esta necesidad de tratamiento autónomo se halla ligada, en gran parte, a la conveniencia de dar una solución específica para la realidad de los grupos de sociedades o, si se quiere, más ampliamente de empresas, o *rectius* de entidades que desarrollen actividades económicas o con empresas en el mercado<sup>411</sup>. Bajo el concepto de concursos conexos, la regulación concursal admite, en principio, la acumulación de concursos de varios deudores, lo cual puede tener lugar, bien en el momento inicial de la solicitud

---

<sup>410</sup> Han de ser trasladados nuevamente a este punto los criterios que determinan la necesidad de consolidación contable, en consideración a la formulación de la cuenta de pérdidas y ganancias normal por la sociedad dominante del grupo (*vid.* art. 43.1.1.ª del Código de comercio). Por lo tanto se ha de estar, de una parte, a los criterios que determinen la existencia de un grupo (*vid.* art. 42 Cco.) y, de otra, a los que impongan el deber de consolidar (*vid.* art. 43 Cco.). Además, habrá de atender al cumplimiento de las normas de formulación de las cuentas consolidadas (*vid.* arts. 43 bis, 44, 48 y 49 Cco.). Por ende, la formación de estructuras de grupo de sociedades añade una especial complejidad al estudio material de las cuentas anuales del concursado y a la determinación sobre si las sociedades y empresas objeto de consolidación son todas las que deben ser, o si, por el contrario, dentro del grupo el concursado incluye sociedades y empresas que deben resultar excluidas.

<sup>411</sup> A partir de la referencia normativa al grupo de empresas del artículo 6 de la Ley Concursal, AYALA BLANCO, J. L., «Artículo 75», *Comentarios a la legislación concursal* (dirs. J. Sánchez Calero y V. Guilarte), ed. Lex Nova, Valladolid, 2004, p. 1475, atendiendo al Plan General de Contabilidad, amplía el marco del grupo a las «empresas asociadas» y a las «empresas multigrupo» con base no ya en una situación de dominio, sino de una situación de «influencia notable», e independientemente de la forma jurídica adoptada.

de declaración de concurso, que puede ser conjunta, bien en una fase posterior, mediante la acumulación de concursos ya declarados<sup>412</sup>.

Junto al «concurso conyugal», el artículo 25 de la Ley concursal admite la solicitud de declaración judicial conjunta de concurso de los deudores que sean administradores, socios, miembros o integrantes personalmente responsables de las deudas de una misma persona jurídica. Este último supuesto, el de insolvencia de los socios, miembros o integrantes personalmente responsables de las deudas de una misma persona jurídica, es entendible desde la consideración de la responsabilidad personal e ilimitada que les une a la entidad; piénsese en las sociedades personalistas cuando los socios respondan de forma subsidiaria de las deudas sociales. Quizá a través de esta remisión y para estas sociedades quepa extender la responsabilidad por deudas a sus administradores cuando ocupen al mismo tiempo la posición de socio.

Ahora bien, cuando se trata de sociedades capitalistas, *stricto sensu*, las sociedades limitadas y las sociedades anónimas, la remisión a los administradores sociales no se compadece bien con la posición que asumen en la sociedad. Su responsabilidad personal, por el carácter heteroorganicista de las sociedades de capital, adquiere una connotación diferente por la realización del cargo y no tanto por las deudas, y todo ello sin perjuicio de la responsabilidad que contiene el artículo 367 LSC. Pero tal responsabilidad, conviene recordarlo, solo es aplicable a aquellas obligaciones nacidas después del acaecimiento de la situación de insolvencia, o en su caso, de la causa de disolución de la sociedad.

A lo anterior añade el artículo 25 de la Ley concursal que también podrán solicitar la declaración judicial conjunta de concurso los deudores que formen parte del mismo grupo de sociedades. Téngase en cuenta que se trata de una mera facultad y no de una obligación. La existencia de un control grupal, por lo tanto, ha de ser entendida de modo amplio, a través de la mera posibilidad de su manifestación, sin necesidad de su efectivo ejercicio. A partir del reconocimiento de esta facultad de control se puede entender que el apartado se-

---

<sup>412</sup> Sobre el fenómeno de los grupos de sociedades y su traslación al ámbito concursal, DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., «El concurso del grupo de empresas en la Ley Concursal», *Derecho concursal: estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal*, (dirs. M. García Villaverde/A. Alonso Ureba/J. Pulgar Ezquerro), ed. Diles, Madrid, 2003; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., «Grupos de empresas y el concurso de acreedores», *Comentarios a la Ley concursal*, (coords. L. Fernández de la Gándara y M. M. Sánchez Álvarez), ed. Marcial Pons, Madrid, 2004, pp. 737-770; EMBID IRUJO, J. M., «Grupos de sociedades y Derecho Concursal», *Estudios sobre la Ley concursal: libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. 2 (Los órganos del concurso, efectos de la declaración del concurso sobre el deudor), ed. Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2005, pp. 1885-1908; y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Algunas cuestiones concursales relativas a los grupos de sociedades», *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 5, 2005, pp. 7-60.

gundo de la norma autorice la solicitud de la declaración judicial conjunta de concurso por parte los acreedores de varios de sus deudores cuando formen parte del mismo grupo o, adicionalmente, cuando exista entre ellos una confusión de patrimonios<sup>413</sup>.

En todo caso, se ha de precisar que la solicitud del concurso no tiene por qué alcanzar a todas las entidades integrantes del grupo, sino que dependerá de la solicitud presentada por los deudores y, en su caso, por el acreedor. En este último supuesto, con todo, es necesario su traslado a los deudores afectados a fin de que éstos puedan oponerse, en los mismos términos que los previstos para los deudores individualmente considerados. Cualquiera de los deudores puede oponerse, por lo tanto, a la solicitud de declaración sobre la base de la inexistencia del hecho en el que se fundamente la solicitud o la falta de su estado de insolvencia, en cuyo caso le corresponde la carga probatoria a luz de su contabilidad y de su llevanza conforme a las normas que rigen su confección (cfr., art. 18.2 LC). En atención a los antecedentes, la declaración conjunta corresponderá, en su caso, al juez de lo mercantil donde tenga su domicilio la sociedad dominante. Ahora bien, cuando la solicitud no comprenda a la sociedad dominante porque, verbigracia, ésta no se halle en situación de insolvencia, el juez competente para conocer de estos «concursos conexos» será el de la sociedad que presente un mayor pasivo (cfr., art. 25.4 LC).

A su vez, puede que la acumulación de concursos no tenga lugar con la solicitud, sino posteriormente como consecuencia de la insolvencia de dos entidades jurídicamente autónomas, que puede acaecer en distintos momentos, y que suponga la conveniencia de seguir un procedimiento coordinado o conjunto. En tal caso, cualquiera de los concursados, de las administraciones concursales o, en última instancia, de los acreedores podrá solicitar al juez, mediante escrito razonado, la acumulación de los concursos ya declarados de las entidades que formen parte de un grupo de sociedades, así como en los supuestos de confusión patrimonial (*vid.* art. 25 bis LC)<sup>414</sup>. De nuevo el legislador muestra su preferencia por la tramitación acumulada de estos procedimientos, toda vez se resuelva su pertenencia, en favor del juez del domicilio

---

<sup>413</sup> Acerca de la validez y eficacia de las de cláusulas de recurso limitado o de no petición frente a los acreedores para impedir la extensión de las deudas de la entidad de propósito especial a otras entidades, BASLER-GRETIC, P., *et al.*, «Insolvenzrecht», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pp. 208-216, p. 216.

<sup>414</sup> SÁNCHEZ ALBARRÁN, O., «La consolidación procesal de los concursos de grupos de empresas y su posible extensión jurídico material», *Diario La Ley*, núm. 7083, 2008, pp.1-5, y SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., «Grupos de empresas y el concurso de acreedores», *cit.*, p. 765, unen a la consolidación contable una «consolidación procesal» en la tramitación del concurso de distintas sociedades que pertenecen a un mismo grupo.

de la sociedad dominante. No obstante, a falta de la insolvencia de ésta, concede prioridad al juez que primero hubiera conocido del concurso de cualquiera de las sociedades del grupo, frente al criterio general del juez del deudor con mayor pasivo prevista en el momento de la presentación de la solicitud de concurso<sup>415</sup>.

## 2.2 Caracterización del grupo: concursos conexos y acumulación de concursos

Circunscrito el tratamiento concursal de las sociedades del grupo, igualmente trasladable a las relaciones que se dan en la consolidación contable entre la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial, la existencia de «concursos conexos», en relación con el control, no debe ser confundida con una «consolidación material» de los patrimonios de las entidades concursadas.

Aun cuando a lo largo del articulado de la Ley concursal la identificación del grupo y la confusión de patrimonios aparezcan indistintamente como motivos de concurso conjunto, también, a su vez, se ha de destacar que ambas son tratadas como causas separadas. La presencia de un grupo de sociedades no supone *per se* la concurrencia de una confusión patrimonial entre las sociedades que puedan formar parte del mismo. Ni tampoco todas las sociedades del grupo pueden resultar afectadas, merced a la insolvencia de una, por el procedimiento concursal<sup>416</sup>. Por todo ello conviene loar que el artículo 25 ter, añadido por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, haya aclarado que la tramitación conjunta o acumulada supone únicamente la coordinación de los concursos, sin que ello comporte la consolidación de las masas.

Por lo tanto, conviene también deslindar la confusión de patrimonios, como un fenómeno separado, del de los grupos de sociedades. En tal sentido y solo de forma excepcional, la regulación autoriza la consolidación de inventarios y listas de acreedores, a los efectos de elaborar el informe de la adminis-

---

<sup>415</sup> KAMMEL, V., «Zweckgesellschaften und Insolvenz», cit., pp. 84-5, alude a la aplicación de las normas internacionales de insolvencia a las entidades de propósito especial, en particular cuando la entidad tenga el centro de sus intereses principales en un estado miembro de la Unión Europea (*vid.* Rgl., 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000). Téngase en cuenta, el Reglamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, sobre procedimientos de insolvencia, que deroga el anterior Reglamento 1346/2000.

<sup>416</sup> KAMMEL, V., «Zweckgesellschaften und Insolvenz», cit., p. 83, en particular cuando la entidad de propósito especial adopta la forma de sociedad limitada o de sociedad limitada con comanditaria (*GmbH* y *GmbH & Co. KG*), reconoce que la forma actúa con funciones de limitación de garantía (*Haftungbeschränkungsfunktion*) y de blindaje (*Abschirmungsfunktion*) ante eventuales situaciones de insolvencia.

tración concursal, cuando exista confusión de patrimonios y no sea posible deslindar la titularidad de activos y pasivos sin incurrir en gastos o demoras injustificados. Quizá, y aun cuando la regulación concursal no lo explicita, también quepa acudir, en el tratamiento del fenómeno grupal, además de a la confusión de patrimonios, al marco de la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica.

Expresión de esta doctrina dentro del marco del grupo de sociedades no es solo la existencia de una confusión patrimonial o financiera, sino asimismo cualesquiera otras situaciones que den pie a su aplicación, siquiera de forma excepcional, como método de superación de los márgenes de la personalidad jurídica, y con ello del privilegio de separación patrimonial atribuida a estas entidades. Se identificaría por esta vía una realidad material superpuesta a la personalidad jurídica de las entidades formalmente autónomas que permitiera esta «consolidación de masas». No obstante, la conformación jurisprudencial de esta doctrina y su rasgo material dificultan su plasmación normativa, que ha de quedar en manos de los jueces que hayan de tratar esta cuestión.

Adicionalmente se ha de tener en cuenta que la consolidación material o substantiva, si bien puede ser beneficiosa para los acreedores de la entidad concursada, en el otro lado de la balanza puede ser perjudicial para los acreedores de la sociedad a la cual, a través de esta teoría de vasos comunicantes, se lleva al concurso. Todo depende, en buena lógica, del nivel de endeudamiento de cada una de las entidades afectadas. Pero también pudiera ser que, con motivo de la aplicación de esta doctrina, la acumulación de masas activas permita reconocer el conjunto como una realidad solvente, esto es, que por mor de la integración patrimonial pueda evitarse la situación de insolvencia de una de las entidades del grupo.

### 3. EL CONCURSO DE LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL EN EL MARCO DEL GRUPO DE «EMPRESAS»

#### 3.1 Relaciones entre entidades y trascendencia para el concurso

Sirva lo anterior para entender el actual marco normativo en relación con la acumulación y la admisión de procedimientos «conexos», esto es, coordinados, sin que necesariamente conlleven la consolidación de las masas de las entidades concursadas pertenecientes a un mismo grupo. Por otra parte, la consolidación de inventarios y listas de acreedores tiene un particular sig-

nificación en supuestos de confusión de patrimonios a efectos de responder de las deudas asumidas por las distintas entidades. A lo anterior se ha de unir la posibilidad de propuestas condicionadas en la tramitación de estos concursos conexos.

Traído todo ello al marco de las entidades de propósito especial, aun cuando su vinculación con la entidad patrocinadora implique una obligación de consolidación contable que se puede denominar «formal», ello no supone, en modo alguno, la imposición de una «consolidación material» o de masas en el procedimiento concursal. En el ámbito de las relaciones grupales, desde la visión de las distintas partes implicadas, tiene lugar una contraposición de intereses. De una parte, aquellos acreedores que mantienen una postura tendente a una interpretación que permita la ampliación de la masa activa a otras entidades del grupo, a fin de superar, o al menos minimizar, los efectos de la *par conditio creditorum*. De otra, en principio, el interés de las entidades perteneciente al grupo por mantener separados los patrimonios a través del reconocimiento que otorga la personalidad jurídica atribuida a cada una de ellas, entre las que se pueden ubicar las entidades de propósito especial<sup>417</sup>. Además, en tal sentido se pueden posicionar, asimismo, los acreedores de las entidades solventes o de aquellas que presenten un menor desequilibrio patrimonial y que puedan verse afectados por la consolidación de masas<sup>418</sup>.

Para los acreedores de la entidad concursada, el recurso a la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica, fuera o dentro del marco del concurso, seguramente sea la opción más plausible a este fin. Aun cuando la regulación únicamente hace referencia a la confusión patrimonial *lato sensu*, esto no obsta para que puedan traerse a esta instancia otras cuestiones diferentes de la separación de activos, a través de aquellas actuaciones en atención a las cuales se deduzca la obtención de ventajas por cualquiera de las entidades, patrocinadora o de propósito especial, sin justificación o sin obtener, a cambio, la oportuna compensación<sup>419</sup>.

---

<sup>417</sup> Acerca de esta tensión, con referencia en el caso *General Growth Properties, Inc.* (409 B. R. 43 (Bankr. S. D. N. Y. 2009)), BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., p. 1327.

<sup>418</sup> Como bien advierte ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 255, la consideración del grupo como un todo también puede perjudicar a los acreedores de la entidad de propósito especial, pues entonces la independencia de los administradores cede ante la existencia de un interés superior del grupo, que puede favorecer a la matriz.

<sup>419</sup> Como bien advierte ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 245, a la luz de la casuística del *Common Law*, la utilización de entidades de propósito especial puede reducir el riesgo de «consolidación substancial», pero no eliminarlo, cuestión que queda en manos de los Tribunales; por ello conviene establecer las condiciones contractuales que eviten, en la medida de lo posible, que la entidad sea declarada en concurso. Para ello, GOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPES: Part 2», cit., p. 376, aluden a que estas entidades puedan funcionar de forma autónoma, sin necesidad de apoyo finan-

Son frecuentes en este ámbito las referencias a operaciones vinculadas, extraordinarias o fuera del curso ordinario de los negocios sin atender a los criterios de mercado y a la prestación de garantías no retribuidas entre estas entidades<sup>420</sup>. Incluso la remisión a la doctrina de los «grupos por apariencia» frente a terceros o a la intervención de una entidad del grupo, generalmente la dominante, en el marco de las relaciones contractuales con terceros de la otra puede tener un carácter indiciario de la existencia de una cierta «dirección económica» unificada. Ambos criterios pueden servir de piedra de toque para reconocer en el fenómeno grupal una realidad única en el entorno semiótico de las relaciones económicas que dan lugar a la formación de «empresas policorporativas»<sup>421</sup>.

### 3.2 Prácticas financieras y su impacto en el concurso

En cualquier caso, vuelven a ser relevantes a estos efectos aquellas medidas tendentes a conceder a la entidad la suficiente autonomía en evitación de una eventual influencia en sus órganos sociales, como vía de escapatoria de la «consolidación material». Admitido que el control no es por sí solo motivo que justifique la consolidación de masas, aun cuando pueda imponer la consolidación de las cuentas, la insolvencia generada por las pérdidas de la actividad, sea la comercialización de instrumentos financieros, sea la realización de un proyecto financiado, no comporta *per se* la existencia de una dirección unificada si no se manifiesta en un ejercicio efectivo de esta facultad. Así las cosas, la instauración de un pretendido «interés del grupo», que por otra parte puede gozar de total legitimidad, e incluso puede beneficiar a la socie-

---

ciero, ni subordinado ni adicional, y en todo caso con la inversión requerida para poder llevar a cabo el proyecto y cubrir los posibles gastos o las eventuales pérdidas que puedan ocasionarse.

<sup>420</sup> Sobre la posibilidad de que la entidad sponsor pueda pretender la destitución de los administradores independientes y la necesidad de que los terceros establezcan las garantías contractuales para mantener la autonomía de la entidad de propósito especial respecto de la sponsor, CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 35.

<sup>421</sup> DUNAWAY, «Law of Distressed Real Estate, Special Purpose Entity», cit., § 56:37, admite que la «consolidación substantiva» es más probable cuando la entidad de propósito especial realice pagos fuera del curso ordinario de la actividad, cuando conceda garantías, o cuando mantenga otras relaciones con el patrocinador, como la venta de nuevos activos financieros, en el ejercicio de su actividad económica. Por su parte, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 238, describe que en el caso *AugieiRestivo Baking Company, Ltd.* (860 F.2d 515 (2d Cir. 1988)) queda establecido un standard para reconocer los requisitos de esta «consolidación substantiva»; y exige, primero, que los acreedores tengan a las entidades como una sola unidad económica, de modo que no confíen en la autonomía de la entidad en concreto, y segundo, que los negocios de las entidades se hallen tan unidos que la consolidación favorezca a todos los acreedores.



dad insolvente cuando el resto de las entidades del grupo acudan a su «rescate financiero», no puede ser compartido en todos los casos en los que la entidad se integra en el mismo <sup>422</sup>.

Trasladada la cuestión al ámbito del concurso conexo, éste no puede tener lugar cuando una de las dos entidades no se encuentra en situación de insolvencia. Esto no quita, sin embargo, para que el interés del grupo pueda ser explicitado, bien mediante contratos de dominación o situaciones de control efectivo que permitan una extensión, total o limitada, de las relaciones con terceros que surjan con motivo de esta realidad. La llamada doctrina de la «familia corporativa» así lo admite ante la presencia de una identidad de intereses que tenga su correlativo traslado en la llevanza de los asuntos económicos. En caso de insolvencia de una de las entidades del grupo, la doctrina de la «familia corporativa» reconoce el compromiso del resto de entidades, dentro de los márgenes de su solvencia, de acudir a prestar la asistencia financiera que la insolvente pueda requerir <sup>423</sup>.

De este modo, la inserción de la entidad en el entorno grupal puede favorecer las operaciones de refinanciación, tanto como institución preconcursal, como posteriormente dentro del concurso, a fin de alcanzar convenios de continuación con los acreedores <sup>424</sup>. Incluso cuando la insolvencia alcance a varias sociedades esta solución puede dar lugar a un condicionamiento recíproco de convenios (cfr., art. 101.2 LC). A pesar de la separación de las entidades, y aunque no exista una situación de dirección efectiva o de confusión de patri-

---

<sup>422</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 251, con referencia en el caso *Gen. Growth Props., Inc.* (409 B. R. 43, 61 (S. D. N. Y. 2009)), contempla las distintas relaciones entre los acreedores y la entidad de propósito especial, y la consideración de aquellas como parte integrante de un grupo empresarial, de modo que la inacción de la entidad matriz conlleve la insolvencia de la entidad. Asimismo, sobre la conveniencia de considerar los intereses del grupo corporativo, BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., pp. 1321 y 1334.

<sup>423</sup> Sobre la base de la doctrina de la «familia corporativa», FORTE, J. P./LEONARD C./BURCE S. B., «GGP: Single Purpose Entity or All in the Corporate Family?», *A. B. A. Publications*, SR048, 2010, pp. 1497-1508, p. 1503, en atención al caso *Heisley v. U. I. P. Engineered Prods. Corp.* (831 F.2d 54 (4th Cir. 1987)), requieren que se considere el mayor valor del conjunto patrimonial, por la relación empresarial, que su sumatorio o valor separado, y también cuando en los contratos con los acreedores se tengan en cuenta no solo las entidades en sí, sino los activos incorporados a su patrimonio. Añade ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 251, que en estos casos ha de concurrir una «identidad de intereses» entre las entidades afectadas, de tal modo que funcionen como un todo integrado que justifique el tratamiento conjunto en el plano de la insolvencia.

<sup>424</sup> Ampliamente, sobre la evolución de los «acuerdos de refinanciación» en la fase previa a un eventual procedimiento concursal, en *Los acuerdos de refinanciación y de reestructuración de la empresa en crisis: autonomía de la voluntad e insolvencia empresarial*, (dir. J. A. García-Cruces González), ed. Bosch, Barcelona, 2013; y, tras las reformas de la Ley Concursal de 2014 y 2015 en *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración* (dirs. A. Díaz Moreno, F. J. León Sanz), ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2015.

monios, las restantes podrían participar a su vez en los compromisos asumidos para superar la situación de insolvencia<sup>425</sup>.

No obstante, la concesión de soporte financiero para la superación de la insolvencia de la entidad de propósito especial o de una sociedad dependiente puede ser expresión de una dirección financiera unificada, y con ello, trasladar la problemática a un eventual concurso de la entidad patrocinadora<sup>426</sup>. En última instancia, incluso puede que el soporte financiero prestado, que no pueda ser calificado como un acuerdo de refinanciación, no sirva finalmente para superar la insolvencia de la entidad de propósito especial. Con todo, esta asistencia financiera en favor de la entidad dominada no parece que pueda ser considerada en sí como una expresión del ejercicio de una dirección unificada. Por ello, aun cuando refleje una realidad de grupo, en cuanto no entrañe confusión patrimonial o perjuicio para la entidad dominada, esta intervención no debiera autorizar una ulterior responsabilidad del conjunto<sup>427</sup>.

Sin embargo, llevado al ámbito financiero, la confusión patrimonial no ha de ser identificada con la obligación de trasladar a la entidad patrocinadora determinados flujos de caja o incluso de poner en común determinadas cuentas de tesorería (en el conocido como *cash pooling*). Estas prácticas, por otro lado, harto frecuentes en los grupos de sociedades, tampoco implican la existencia de una unión financiera cuando los saldos entre las partes queden convenientemente reflejados a través de las notas de abono y cargo utilizadas en este singular contrato de cuenta corriente. Así, los beneficios que pueda reportar, desde un punto de vista financiero, la existencia de una única cuenta grupal, en interés común de todas las entidades, no supone sacrificio o perjuicio alguno para la entidad que acabe en concurso, que, por lo tanto, permita una «consolidación material» de todas las entidades participantes.

En tal sentido será necesario que, dentro del ámbito concursal, quede suficientemente acreditado el cumplimiento por la entidad concursada de las obligaciones formales y materiales en la llevanza de la contabilidad (cfr.,

---

<sup>425</sup> Sobre la necesidad de introducir procedimientos de refinanciación de todo el conjunto para evitar que la «consolidación substantiva» pueda dar lugar a la liquidación de todas las entidades afectadas, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 259-260.

<sup>426</sup> Incluso en el ámbito de las entidades de propósito especial financieras, en las que se articula un sistema de transacciones entre la entidad sponsor y la entidad de propósito especial, y a su vez de ésta con sus inversores, sin involucrar otros elementos organizativos, CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 34, no ven base suficiente para reclamar solo por ello una «consolidación substantiva» con el patrimonio de la sponsor.

<sup>427</sup> Este mismo criterio inspira, dentro de los acuerdos de refinanciación y de la concesión de *fresh money*, la protección que dispensa la regulación a través de los llamados «escudos protectores» en favor de los refinanciadores de la deuda. Por todos, PULGAR EZQUERRA, J., «Preconcurzalidad y acuerdos de refinanciación», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, núm. 14, 2011, pp. 25-40.

art. 164.2.1.º LC, en relación con el concurso culpable, cuando el concursado incumpla sustancialmente la obligación de llevanza ordenada de su contabilidad, lleve doble contabilidad o haya cometido una irregularidad relevante para la comprensión de su situación patrimonial o financiera). La situación será distinta si, de acuerdo con estas prácticas, las relaciones financieras no atienden a criterios de mercado o son utilizadas para generar situaciones de iliquidez en la entidad que finalmente resulte insolvente. Tal supuesto, cuando se den las circunstancias que así lo autoricen, tendrá oportuna correspondencia en la sección de calificación por tratarse de una práctica generadora o agravante del estado de insolvencia (cfr., art. 164.1 LC, que requiere la mediación de dolo o culpa grave del deudor)<sup>428</sup>.

### 3.3 Relaciones con terceros y operaciones vinculadas. Su incidencia en el plano concursal

En este orden de cosas, se ha de tener presente que, a la luz de la conformación de las entidades de propósito especial y de su creación como entidades «de insolvencia remota», corresponde a los acreedores, preferentemente a los inversores, adoptar las medidas contractuales necesarias para asegurar el cumplimiento de los compromisos asumidos por estas entidades. De todos modos, su interés se circunscribe al cumplimiento de lo pactado en cada caso, y tal interés, por lo tanto, solo puede verse afectado cuando la entidad devenga insolvente<sup>429</sup>.

Fuera del plano concursal, cualquier otro comportamiento relativo a «operaciones intragrupo» solo puede tener repercusión desde el plano contractual si así se ha previsto expresamente. Por lo tanto, las relaciones de la entidad con otras de su grupo que pretendan ser impedidas por el acreedor han de ser objeto del oportuno tratamiento dentro de los acuerdos alcanza-

---

<sup>428</sup> CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p 34, en este punto describen el caso *Gen. Growth Props., Inc.* (409 B. R. 43, 61 (S. D. N. Y. 2009)), en el que los acreedores pretendían que la gestión centralizada, mediante una cuenta común, fuera considerada como una práctica contradictoria con los pactos alcanzados con la entidad de propósito especial, y respecto de la cual el Tribunal señaló que su utilización no afectó al cobro de sus créditos ni resultó acreditado que sirviera para atender a intereses preferentes de la sponsor o de otras entidades del grupo, por lo que tal práctica no podía dar lugar a la «consolidación substantiva» de los patrimonios de las entidades partícipes.

<sup>429</sup> Con todo, apunta MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., «El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad de la insolvencia», *Gobierno corporativo y crisis empresariales*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 255-286, pp. 269-270 y 273, el deber de los administradores, en determinados casos y por la situación de riesgo empresarial, de maximizar el interés de los acreedores sociales.

dos. Pero su incumplimiento no tiene repercusión en el plano de la responsabilidad por deudas o incluso de la insolvencia, sino que se enmarca dentro del comportamiento exigible a los administradores sociales frente a los terceros, lo cual se ha de dilucidar en el plano de su responsabilidad personal<sup>430</sup>. Entre estos pactos se pueden incluir, entre otros, la imposibilidad de utilización de sistemas centralizados de pago o de prácticas de *cash pooling* con otras entidades del grupo<sup>431</sup>.

#### 4. LA ENTIDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL Y LA CONFIGURACIÓN DE LA MASA ACTIVA. LAS ACCIONES DE REINTEGRACIÓN

Otro aspecto esencial en la constitución de las entidades de propósito especial es la transmisión a la entidad, mediante la venta de los elementos que se consideren necesarios, sean instrumentos financieros, sean activos de explotación, para llevar a cabo su cometido. Ya se ha indicado que la transmisión no tiene carácter de aportación al capital, sino que, como compraventa, comporta el pago aplazado del precio a la entidad promotora. Sin embargo, esta relación ha de quedar bien definida, pues de otro modo la calificación jurídica que se dé a estas operaciones puede afectar a la conformación de la masa activa. Piénsese en aquellos casos en los que la entidad patrocinadora conserve la posibilidad de recuperación del bien y pueda, por lo tanto, solicitar su separación de la masa activa (*vid.* art. 80 LC). No obstante, la resolución contractual por incumplimiento también permite que la entidad patrocinadora pueda obtener el precio aplazado a cargo de la masa del concurso durante la fase común (*vid.* art. 61 LC).

Ahora bien, en cuanto atañe a estas relaciones entre las partes, conviene que la relación quede suficientemente delimitada y que la transacción, por tratarse de una «operación vinculada», se sujete a valores de mercado<sup>432</sup>. En el

---

<sup>430</sup> En todo caso, señalan CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities», cit., p. 34, que la imposibilidad de la centralización de las cuentas de la entidad de propósito especial con las de las entidades de su grupo requeriría una prohibición expresa en los pactos alcanzados con los inversores, y su incumplimiento debería ser tratado en el plano de la responsabilidad contractual, y no así de la insolvencia, cuando no se acredite perjuicio alguno como resultado del recurso a esta técnica contable.

<sup>431</sup> En el sector financiero puede verse la creación lícita de sistemas de internalización sistemática para la ejecución fuera de los mercados regulados de órdenes de los clientes sobre acciones cotizadas (*vid.*, art. 331 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores).

<sup>432</sup> Sobre la aplicación de la «doctrina de las ventajas compensatorias» respecto de las relaciones entre entidades pertenecientes al mismo grupo y el eventual ejercicio de acciones de rescisión, GARCÍA VICENTE, J. R., «La rescisión concursal de las garantías reales prestadas entre sociedades del mismo gru-

fondo de la relación, asimismo, se ha de tomar como criterio definitorio el aforismo *res perit domino*; esto es, la atribución de la pérdida de la cosa, a efectos de su calificación como propiedad de una u otra de las partes. En tal sentido, se ha de considerar si el vendedor conserva algún derecho de recuperación específico sobre el bien en caso de incumplimiento.

En primer lugar, tanto en el caso del concurso de la entidad patrocinadora como en el de la entidad de propósito especial será relevante que la transacción se ajuste a criterios de valoración de mercado para evitar eventuales acciones de reintegración. Téngase en cuenta que el artículo 71 de la Ley Concursal ni siquiera requiere un ánimo fraudulento, como podría ocurrir en los supuestos de constitución de determinadas entidades *off-shore* en aplicación de la doctrina del alzamiento del velo, sino que considera suficiente que el acto sea perjudicial para la masa activa y sea realizado dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración del concurso. Y véase igualmente la presunción *iuris tantum* del perjuicio que se establece para los actos dispositivos a título oneroso realizados a favor de alguna de las personas especialmente relacionadas con el concursado<sup>433</sup>.

Se cierra todo este contorno normativo con la irrevocabilidad de los actos ordinarios de la actividad profesional o empresarial del deudor realizados en condiciones normales y de los comprendidos en el ámbito de leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados. En el caso de las entidades patrocinadoras de una entidad de propósito especial para la realización de proyectos empresariales no parece que la venta de activos pueda ser entendida como un acto ordinario de su actividad profesional o empresarial<sup>434</sup>. Tampoco en la creación de entidades de propósito especial de carácter financiero cabe colegir que esta transmisión quede dentro del ámbito de las leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos

---

po», *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán: liber amicorum* (coord. A. J. Rojo Fernández-Río/A. B. Campuzano Laguillo), vol. 2, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2015, pp. 1925-1956; PÉREZ BENÍTEZ, J. J., «Perjuicio patrimonial, interés de grupo y rescisión de garantías otorgadas en la financiación de grupos de sociedades», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, núm. 19, 2013, pp. 155-164; y VILLORIA RIVERA, I., «La rescisión de las garantías prestadas por deuda a cargo de sociedades del grupo», *Anuario de derecho concursal*, núm. 27, 2012, pp. 249-287.

<sup>433</sup> Cuestión diversa será, como plantea, LEÓN SANZ, F. J., «La transmisión de unidades productivas», cit., p. 903 y ss., que la entidad puede sea creada dentro del procedimiento concursal como una solución más conveniente a la insolvencia y, en estos casos, la necesidad de exclusión de su consideración como persona especialmente relacionada con el concursado por los efectos que ello ocasionaría, entre otros, por la aplicación del artículo 146 bis.4 de la Ley concursal en la delimitación de los créditos cedidos.

<sup>434</sup> Sobre su consideración como contrato mercantil *lato sensu*, ordenado, según el caso «para empresa» o «para establecimiento», ya antes HERNANDO CEBRIÁ, L., «Una aproximación a los contratos de instalación industrial», cit., pp. 1682 ss.

derivados. Evidencia toda esta regulación, y por ello la existencia de una presunción *iuris tantum* que admite, por lo tanto, prueba en contrario, la necesidad de no causar un perjuicio a la masa, de modo que la transferencia de activos a la entidad de propósito especial en condiciones normales de mercado, y pese a pechar el afectado por la rescisión con la carga probatoria, no será objeto de reintegración a la masa activa<sup>435</sup>.

Con ello viene a reconocer que estas ventas, siempre y cuando se realicen a precios de mercado, no son susceptibles de ser atacadas por vía de la reintegración patrimonial; reintegración que, por otra parte, en el caso de concurso de la entidad patrocinadora, podía vaciar de contenido patrimonial a la entidad de propósito especial. Por el contrario, cabe la rescisión de aquellas operaciones realizadas en fraude de acreedores tanto en el lado de la entidad patrocinadora que separa determinados activos a precios inferiores de los de mercado; como del de la entidad de propósito especial cuando los adquiera a un valor superior tratando de colocar a la entidad patrocinadora en un posición preferente frente al resto de acreedores, dando lugar con ello a situaciones financieras ficticias. A buen seguro esta es una de las prácticas que ha llevado a imponer reglas de información y transparencia en favor de los inversores y del mercado a partir de las relaciones que puedan surgir entre ambas entidades<sup>436</sup>.

Se muestra así la importancia de las posiciones asumidas por las distintas entidades, dada la condición de personas especialmente relacionadas, a través del reconocimiento de una posición de control, en relación con los beneficios y riesgos resultantes de la actividad, que incide luego en el devenir de su insolvencia y en un eventual proceso concursal posterior. Ante esta dinámica, el ejercicio de eventuales acciones de reintegración es utilizado para proteger a la masa de los actos perjudiciales, incluso cuando no medie una intención fraudulenta. Por ello, el resto de inversores de la entidad de propósito especial han de exigir que su constitución se ajuste a los parámetros que permitan constituir la

---

<sup>435</sup> HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., pp. 220-1, en torno a la necesidad de desvincular ambas entidades, alude, en el marco de la insolvencia, al riesgo de acciones de separación, rescisión, transacciones por debajo del valor de mercado, el establecimiento de preferencias o el fraude de acreedores de los artículos 178(1), 186(1), 238 y 246 de la *Insolvency Act* de 1986.

<sup>436</sup> En relación con la fijación de un precio de venta inferior al del mercado en situaciones en las que la patrocinadora resulte insolvente o próxima a la insolvencia al tiempo de la venta, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 239, advierte los riesgos de que la venta sea considerada un acto fraudulento desde la perspectiva del Derecho de la insolvencia (art. 548 del *Bankruptcy Code*) y de la exclusión de eventuales derechos de preferencia (art. 547.18 del *Bankruptcy Code*), con lo cual las acciones de rescisión afectarían a la solvencia de la entidad de propósito especial para atender las obligaciones asumidas con los inversores. También HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit., p. 214, reconoce esta correlación entre la venta de activos desde la patrocinadora y la emisión de obligaciones por la entidad de propósito especial.

entidad como un organismo autónomo, también en este ámbito, de la entidad patrocinadora. A tal fin, en previsión de que la posición de los inversores resulte protegida ante una eventual declaración concursal, en el específico ámbito de las entidades de carácter financiero es frecuente la intermediación de «agencias crediticias» y el recurso, a fin de evitar eventuales acciones rescisorias y el correlativo perjuicio de cesionarios de buena fe, a «informes de verificación de inexistencia de traspaso fraudulento» (*fraudulent conveyance opinión*)<sup>437</sup>.

Tal y como se ha indicado, no obstante otros pactos relativos a la prestación de servicios por la entidad patrocinadora, la transmisión de los activos necesarios para el desarrollo de la actividad ha de realizarse a precios de mercado<sup>438</sup>. Al mismo tiempo, aun cuando la operación pueda quedar sometida a apalancamiento a través de los beneficios que pueda reportar la actividad y el precio a su vez ajustado a un plan de viabilidad, la venta se ha de realizar «en firme». Para ello la entidad de patrocinadora no puede reservarse ni tener reconocido ningún derecho de recuperación o de preferencia que pueda violentar la propiedad del bien adquirido por la entidad de propósito especial<sup>439</sup>.

En tal sentido, los acreedores de la entidad patrocinadora pueden alegar que tras la venta efectuada, como mera apariencia, se presenta un arrendamiento del bien o simplemente un comodato o préstamo de uso, lo cual faculta su recuperación y, en caso de concurso, ha de dar lugar a su reintegración en la masa<sup>440</sup>. A este efecto será en todo caso necesario indagar las relaciones

---

<sup>437</sup> Al respecto, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., pp. 240, en atención al artículo 550(b) del *Bankruptcy Code*, que requiere que el cesionario de buena fe no pueda razonablemente conocer, desde un punto de vista objetivo, la insolvencia o la finalidad fraudulenta de la transmisión.

<sup>438</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 258, incide en que los activos y pasivos de ambas entidades permanezcan estrictamente separados para evitar la «consolidación material», y que las transmisiones entre las entidades tengan lugar como «verdaderas compraventas» («true sale»), de modo que la entidad de propósito especial tampoco disponga de especiales acciones frente a la patrocinadora para reclamar la devolución del precio o la resolución contractual; todo ello a fin de dar mayor seguridad jurídica a la entidad y evitar, asimismo, la incidencia de una eventual declaración de insolvencia de la patrocinadora sobre aquella, lo cual, en última instancia, permite una mejor promoción de las entidades de propósito especial como vehículo financiero.

<sup>439</sup> KAMMEL, V., «Zweckgesellschaften und Insolvenz», cit., pp. 93-4, en este aspecto, alude a la venta de activos de la sponsor a la entidad de propósito especial como medida de protección de los acreedores de esta última en caso de insolvencia.

<sup>440</sup> También para el caso del «trust» y sobre la consideración del fiduciario como un «deudor poseedor» (*debtor in possession* –«DIP»–), que permite que no sea considerado «independiente» de la patrocinadora, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 234, quien trata la relación bajo la perspectiva de las transmisiones coligadas (*step transaction*), o incluso mediante la realización de un préstamo, en la forma de comodato, en cuyo caso la patrocinadora podrá recuperar la cosa y ésta, en caso de insolvencia, integrar la masa activa. Entre nosotros, en torno al contrato de leasing y la acción de recuperación de los bienes cedidos en arrendamiento financiero en el concurso, GONZÁLEZ CASTILLA, F., «Capítulo XIX: Leasing y concurso», cit., p. 939 ss.

entre las partes y los objetivos perseguidos con esta transacción. Así, la entidad puede tener un propósito estrictamente vehicular, y por lo tanto, su creación una vocación a la transmisión posterior de sus acciones, o incluso participaciones sociales. En tal caso, el bien o bienes objeto de venta quedarán incorporados al conjunto patrimonial que luego sea objeto de cesión mediata a través de aquéllas<sup>441</sup>.

Desde este punto de vista, como «conjunto de activos dispuestos para la venta», la falta de una estabilidad podría patrocinar una postura excluyente del control cuando se presenten estructuras exclusivamente vehiculares o constituidas a este fin. Se ha de volver, con todo, al concepto renovado del control para reconocer que detrás de todo este mecanismo la entidad patrocinadora aparece como principal beneficiaria de estas actividades, y que, en correspondencia, también puede asumir los riesgos que comporta la imposibilidad de la transmisión o la venta a un precio más bajo del esperado. De una parte, la consideración de principal beneficiaria, que la coloca en la cabecera del grupo o de la relación, no supone más que la aplicación de la regla de los grupos contemplada en la regulación concursal; sin embargo, de otra, en la de la asunción de riesgos, sí que se puede advertir una ligazón de la responsabilidad por deudas que influya en el tratamiento que se haya de dar a la insolvencia<sup>442</sup>.

En todo caso, para el mantenimiento, desde la perspectiva concursal, de la consideración de la entidad de propósito especial como una entidad autónoma, y desde el punto de vista contractual, para la identificación de la transmisión de activos como una venta en firme, no puede la entidad patrocinadora reservarse derechos sobre el *ius disponendi* de la cosa. En particular cuando se trate de la comercialización de activos financieros la entidad patrocinadora no ha de poder influir en la decisión misma de la posterior transmisión ni en la determinación del precio de venta, aun cuando en la constitución puedan fijarse determinados criterios orientadores (véase, en este punto, la regulación *antitrust* –art. 24.a. Rgl. 330/2010 sobre libertad para fijar los precios de reventa

---

<sup>441</sup> Sobre las distintas cuestiones en la apreciación de las circunstancias que autorizan una determinada calificación jurídica de las relaciones entre las partes, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 234.

<sup>442</sup> Para BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., p. 1339, la constitución de la entidad con la finalidad de evitar la comunicación de la insolvencia (*bankruptcy-remote*) asegura en todo caso que ésta no pueda, atendidas las circunstancias concurrentes, tener lugar (*bankruptcy proof*). Para ello ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 235, apunta diferentes criterios, como la transmisión o no de aquellos riesgos y beneficios que se anudan a la propiedad del objeto de la venta, y los recursos con los que cuenta la entidad para recuperar el precio pagado, de modo que en la «venta en firme» sea el comprador el que asuma el riesgo derivado del precio.



entre empresarios independientes, aunque el concedente informe sobre unos «precios recomendados» o máximos—) <sup>443</sup>.

Ahora bien, se ha de tener en cuenta que en el caso del concurso de entidades de propósito especial de carácter financiero las operaciones realizadas con terceros, a precios de mercado, en el curso ordinario de su actividad, así como los comprendidos en el ámbito de leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados, no podrán ser objeto de rescisión. Así, en otros ámbitos, también se establece la rescindibilidad de aquellos pagos efectuados fuera del «curso ordinario de los negocios» o cuando supongan garantías adicionales. Ante este riesgo normativo, en la formación de estructuras de propósito especial, las agencias crediticias generalmente exigen un específico «informe sobre la exclusión de preferencia» (*preference opinion*) que acredite que los inversores no tendrán un derecho privilegiado sobre los activos que les permita obtener la devolución preferente de su inversión <sup>444</sup>.

Tratándose de una venta definitiva o en firme, los riesgos asociados a la pérdida de la cosa corresponden al comprador, aquí la entidad de propósito especial. Si de algún modo el comprador mantiene la facultad de reclamar al vendedor por la pérdida de la cosa, como en los supuestos donde quepan especialidades para el consentimiento, tales como en las ventas de cosa genérica, o donde el comprador se reserve un derecho de comprobación, tal venta no debe ser considerada como venta en firme. Otro tanto puede ocurrir, y será más frecuente, en los casos de creación de empresas de proyectos empresariales que consistan en la realización de una instalación industrial en la que se presenten elementos característicos de los contratos atípicos de suministro, o bien cuando la calificación que quepa dar al contrato sea la de venta de la instalación industrial como una cosa futura. En este supuesto, la cosa futura, como *emptio rei speratae*, impone la conducta activa del contratista para procurar la correc-

---

<sup>443</sup> En torno a los criterios que permiten considerar que la transacción no consiste en una «venta en firme», ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 235, apunta a valoraciones indicitarias, vinculadas a la actividad financiera, por la intervención de la patrocinadora y, entre ellas, el establecimiento de reservas desproporcionadas, la llevanza de la gestión financiera y de control de ventas de la entidad de propósito especial, la falta del cumplimiento por la entidad de las reglas formales de la contabilidad, la transferencia de activos específicos frente a una venta de un conjunto «en globo» de activos, la asunción por la entidad de la carga fiscal de la comercialización de tales activos, o la ausencia de valoración a precio de mercado de las transacciones llevadas a cabo entre ambas partes.

<sup>444</sup> Sobre este particular y sobre la posibilidad, a tenor del artículo 547(c) del *Bankruptcy Code*, de establecer un valor a precios de mercado en las operaciones corrientes, tomando en consideración la fecha de celebración, el precio y la forma de pago, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 240. Sobre la utilización de *Asset-Backed Securities* (ABS) a fin de reconocer unos derechos de preferencia, DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», cit., p. 35.

ta la realización del objeto (cfr., art. 1271, párr. 1.º C.c.)<sup>445</sup>. Piénsese también en la realización de obras civiles donde el contrato sea calificado de arrendamiento de obras, y el derecho de retención que mantiene el arrendador en caso de impago de la obra y su carácter preferente respecto del resto de acreedores (cfr., arts. 1600 C.c. y 90.1.1.º LC)<sup>446</sup>.

Esta referencia ha de completarse con aquellos créditos por contratos de arrendamiento financiero o de compraventa con precio aplazado de bienes muebles o inmuebles en favor de los arrendadores o vendedores y, en su caso, de los financiadores, sobre los bienes arrendados o vendidos con reserva de dominio, con prohibición de disponer o con condición resolutoria en caso de falta de pago. Los anteriores también adquieren la condición de créditos privilegiados especiales (*vid.* artículo 90.1.1.º LC)<sup>447</sup>. Con todo, se ha de tener presente que la declaración del concurso suspende el derecho de retención sobre los bienes y derechos integrados en la masa activa, a expensas de su conclusión y su restitución al titular del derecho de retención cuyo crédito no haya sido íntegramente satisfecho (artículo 59 bis. LC).

## 5. LA ENTIDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL Y LA FORMACIÓN DE LA MASA PASIVA: LA CLASIFICACIÓN Y LA SUBORDINACIÓN DE CRÉDITOS DE LA ENTIDAD PATROCINADORA

La relación de control que une a la entidad patrocinadora con la entidad de propósito especial, sin embargo, hace que en los créditos que aquella tenga con ésta, en consideración a su condición de persona especialmente relacionada, se sometan al régimen de los créditos subordinados (cfr., art. 92.5 LC)<sup>448</sup>.

---

<sup>445</sup> Puede verse, en concreto, respecto de la calificación jurídica del contrato y sus efectos, HERNÁNDO CEBRIÁ, L., «Una aproximación a los contratos de instalación industrial», cit., pp. 1695-6, a partir de la distinción clásica entre la *emptio rei speratae* y la *emptio spei*, y la doctrina allí apuntada.

<sup>446</sup> A solución similar llega GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, cit., pp. 81 ss., en relación con una eventual quiebra del fiduciante o del fiduciario. En la quiebra del fiduciante los acreedores solo pueden conservar aquellos derechos, con carácter subrogatorio, que en el plano interno mantenga éste con el fiduciario, sin que aquél pueda exigir, en principio, la reintegración de los bienes; en la quiebra del fiduciario, sin embargo, su titularidad legal e irrevocable impide la separación de la masa de los bienes entregados, y ello aun cuando la masa queda subrogada en las obligaciones derivadas de la fiducia frente al fiduciante, con lo que a éste, tras la ejecución de los bienes objeto de la fiducia, solo cuenta con una acción de enriquecimiento injusto frente a los acreedores.

<sup>447</sup> En el caso particular de su aplicación en los contratos de arrendamiento financiero, con la doctrina allí citada, por todos, GONZÁLEZ CASTILLA, F., «Capítulo XIX: Leasing y concurso», cit., p. 927 y ss., esp. p. 937.

<sup>448</sup> Sobre las cuestiones referidas a los criterios temporales de la conformación de la relación grupal y la concesión del créditos entre ambas partes, MAIRATA LAVIÑA, J./ROLDÁN SANTIAS, F., «Subordinación

Ahora bien, al ser ambas personas jurídicas, la entidad patrocinadora, tal y como se ha apuntado, puede no tener una participación significativa, ni incluso participación alguna, en el capital de la entidad de propósito especial. En tales circunstancias no le sería de aplicación el criterio del artículo 93.2.1.<sup>a</sup> de la Ley concursal respecto de los socios que sean personal e ilimitadamente responsables de las deudas sociales. La norma también incluye en este ámbito subjetivo a aquellos otros socios que, en el momento del nacimiento del derecho de crédito, sean titulares directa o indirectamente de, al menos, un cinco por ciento del capital social, si la sociedad declarada en concurso tuviera valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, o de un diez por ciento si no los tuviera. Pero si se acude al número tercero, éste a su vez comprende, entre las personas especialmente relacionadas, las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y, en su caso, sus socios comunes con una participación significativa en el capital social<sup>449</sup>.

Se advierte con ello la amplia conformación que la regulación concede a las situaciones donde se pueda dar un «riesgo potencial» o una «peligrosidad abstracta» de utilización de estructuras grupales para ilegitimamente afectar a la *par conditio creditorum*. A tal efecto conviene tener presente la prohibición de compensación de créditos en el concurso del artículo 58 de la Ley concursal, aun cuando, merced al mismo, también quepa dar legitimidad a las compensaciones anteriores realizadas dentro del marco del *cash pooling*<sup>450</sup>. Las previsiones normativas dan buena muestra de la desconfianza con la que el legislador mira al grupo de sociedades, aun cuando las transacciones sean realizadas a precios de mercado y documentadas y contabilizadas según las reglas de la confección formal del Derecho contable<sup>451</sup>.

Quizá una opción más plausible y acomodada a la realidad de los tiempos fuera que se respetaran tales relaciones, en los términos aludidos, y que se es-

---

y grupos de empresas: cuestiones interpretativas», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, núm. 16, 2012, pp. 227-231.

<sup>449</sup> Sobre la intervención de estos «socios comunes», FUENTES NAHARRO, M., «La subordinación de créditos de las sociedades del mismo grupo y de sus «socios comunes» (ámbito significado y de aplicación temporal del artículo 93.2.3.º LC)», *Revista de derecho bancario y bursátil*, vol. 32, núm. 132, 2013, pp. 77-99; y VILLORIA RIVERA, I., «La subordinación de los créditos de «las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios»», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, núm. 7, 2007, pp. 225-235.

<sup>450</sup> Sobre su virtualidad dentro de los procedimientos de reestructuración en Norteamérica, y la tendencia generalizada a su admisión por los Tribunales, BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities», cit., p. 1336.

<sup>451</sup> Respecto de la inclusión solo de aquellos créditos realizados en la condición de préstamos o contratos con análoga finalidad, RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., «Créditos subordinados intragrupo: dos aspectos del estado actual de la cuestión», *Anuario de derecho concursal*, núm. 30, 2013, pp. 337-352.

tableciera por vía contractual el reconocimiento de unos derechos de cobro preferente de los acreedores que incluyan estas cláusulas en sus contratos respecto al resto de entidades del grupo<sup>452</sup>. Otra pasaría por adoptar una visión, que se podría considerar más economicista del grupo mediante la referencia a una dirección unificada o a una implicación de una entidad del grupo en las actividades económicas de la entidad concursada, para, solo en este supuesto y no en todas las situaciones formales de control, requerir la subordinación de los créditos nacidos de sus relaciones<sup>453</sup>. También es cierto que la regulación concursal olvida, con su remisión al Código de comercio, las relaciones de control que se dan entre las entidades patrocinadoras y las entidades de propósito especial. No obstante, una interpretación teleológica, a la vista del apartado segundo del artículo 2 de las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas, debiera autorizar una visión integradora del fenómeno dentro del conjunto grupal<sup>454</sup>.

Con todo, la subordinación de los créditos de la sociedad dentro de un grupo de sociedades (cfr. art. 93.2.3.º LC) provoca en la práctica una tendencia hacia una separación radical entre la entidad promotora y la entidad de propósito especial mediante la aparición de las denominadas «sociedades huérfanas» (*Orphan companies*). En la búsqueda de evitar este encorsetamiento normativo, los operadores acuden a figuras diferentes de las sociedades, como en el supuesto en el que la dependencia tenga lugar a través de una fundación, a fin de evitar los efectos perniciosos de la subordinación de créditos<sup>455</sup>. La ordenación de estas entidades como partes no relacionadas permite que las relaciones económicas entre ellas sean consideradas como operaciones corrientes, y no como operaciones «intragrupos» o con empresas asociadas.

---

<sup>452</sup> También acerca de esta opción, ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 235.

<sup>453</sup> Con referencia a la «subordinación equitativa» (*equitable subordination*), ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., pp. 241-2, alude al caso en el que el acreedor privilegiado intervenga en los asuntos de gestión del deudor afectando los intereses de otros acreedores, lo que hace que se le pueda considerar una persona especialmente relacionada o en la jerga anglosajona, un «insider»; para ello es necesario acreditar que la conducta supone un ejercicio de su facultad de control del acreedor sobre el deudor o, de otro modo, la búsqueda de la obtención de un beneficio ilegítimo frente al resto de acreedores o un perjuicio para ellos.

<sup>454</sup> Desde diferentes perspectivas, SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J./FUENTES NAHARRO, M., «El concepto estricto de grupo en la ley concursal», *Revista de derecho mercantil*, núm. 291, 2014, pp. 595-620; RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., «Créditos subordinados intragrupo», cit., pp. 337-352, respecto de los grupos horizontales; y LUCEÑO OLIVA, J. L., «Apuntes sobre el concepto de grupo de sociedades en la clasificación de créditos en el concurso», *Diario La Ley*, núm. 8102, 2013, con referencia al control paritario.

<sup>455</sup> Con mayor profundidad, HERNANDO CEBRIÁ, L., «Relaciones de la fundación con el mercado y la empresa», cit., pp. 71-97; y en «Reflexiones en torno al concurso de la fundación-empresa mercantil», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 13, 2010, pp. 201-234.

Sea como fuere, la atribución a la entidad patrocinadora de la condición de principal beneficiaria de estas estructuras, permite superar cualquier consideración formal a estos efectos. Se abren así otras vías para reconocer la pertenencia de la entidad concursada al grupo, si no de sociedades, sí al menos de entidades, como una realidad subjetiva distinta de la del «grupo de empresas»<sup>456</sup>. En atención a este fenómeno, desde un punto de vista económico, las prevenciones propias del Derecho concursal exigen que los créditos de las entidades del grupo al que pertenezca la entidad concursada reciban la calificación de subordinados<sup>457</sup>.

Otras medidas, como las restricciones a la solicitud voluntaria del concurso, también parecen caminar en este sentido. La designación de administradores independientes puede ser asimismo objeto de revisión cuando aparezcan en la realidad como meros «hombres de paja» o testaferros sometidos a la dirección del denominado administrador de hecho, de modo que con ello se acredite la existencia de un control efectivo desde la entidad patrocinadora<sup>458</sup>. No obstante, siempre se ha de entender abierta la posibilidad de la instancia del concurso por los acreedores afectados, con la correspondiente incidencia que ello pueda tener en la declaración del concurso como «concurso necesario» y en la sustitución de las funciones de los administradores o de los gestores de la entidad (cfr., art. 22 LC en relación con el artículo 40 LC). En este orden de cosas cabe recordar que la administración concursal no quedará sometida a las restricciones con las cuales puedan encontrar, en su fuero interno, los administradores sociales de las entidades de propósito especial. Su cometido no requiere valorar otros intereses distintos del de los acreedores y, de modo reflejo, del de la conservación de la empresa afectada, en la medida en que su continuidad sea posible fuera del grupo al que el deudor pertenezca<sup>459</sup>.

---

<sup>456</sup> Como advierte ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 242-3, no obstante las previsiones que traten de mantener la autonomía de la entidad de propósito especial a fin de asegurar la posición de los inversores, las manifestaciones de control sobre tal entidad pueden evidenciar la existencia de una subordinación *downstream* de la entidad filial.

<sup>457</sup> Para HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, cit. p. 214, de acuerdo con las reglas de la *Financial Services Authority* (FSA), si la entidad financiera quiere, a través de la titularización, separar los activos de su balance, puede no tener, sin embargo, ningún interés en el capital de entidad de propósito especial. Por otra parte, tras la redacción dada al artículo 941 de la *Dodd-Frank Act* de 21 de julio de 2010 («the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act»), ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 259, apunta que los prestamistas quedan obligados a retener un pequeño porcentaje en los créditos que emitan, lo cual sirve para que mantengan un cierto interés en relación con la calidad de los activos colaterales que les sirven de soporte y su capacidad para atender, en su caso, al pago de tales créditos.

<sup>458</sup> ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 242, reconoce también la posibilidad de que, pese a la designación de administradores independientes, estos puedan todavía actuar en interés de la entidad patrocinadora y no, como cabría esperar, de la entidad de propósito especial.

<sup>459</sup> Para ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties», cit., p. 243, la designación de administradores independientes, entre otros aspectos, busca limitar los efectos de las previsiones que tra-

## 6. LA CONSTITUCIÓN DE SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL COMO SOLUCIÓN DE LA INSOLVENCIA

En el marco del Derecho concursal, la satisfacción de los acreedores puede tener lugar sin perjuicio de la continuación de la actividad empresarial<sup>460</sup>. A través de diferentes soluciones, tanto en el convenio, como en el caso de la liquidación, la regulación admite la continuidad, total o parcial, de la organización empresarial como «unidad productiva». La transmisión permite, en consecuencia, la adquisición de la empresa por parte de otros interesados en la organización distintos del deudor, como sus trabajadores, directivos o incluso los acreedores sociales, u otros terceros, ajenos a la actividad o incluso competidores. En este punto cabe también la posibilidad de constituir previamente una entidad o una sociedad que asuma las deudas y de la continuidad de la empresa<sup>461</sup>. La figura de la entidad de propósito especial, como en otros ámbitos, en particular en sede de las adquisiciones y fusiones apalancadas, vuelve a presentarse como un expediente técnico hábil para promover esta opción, limitando, por otra parte, la responsabilidad de los inversores interesados.

De este modo, el artículo 100 de la Ley concursal autoriza las propuestas de convenio que contengan la enajenación, bien del conjunto de bienes y derechos del concursado afectos a su actividad empresarial o profesional, bien de determinadas unidades productivas, a favor de una persona natural o jurídica determinada. Para favorecer esta práctica, el consentimiento individual del acreedor cuyo crédito se pretende ceder es sustituido por las mayorías requeridas para la Junta de acreedores, que el artículo 124.1.b de la Ley concursal establece en el sesenta y cinco por ciento del pasivo ordinario, a cuyo cómputo se podrán incorporar los acreedores privilegiados que voten a favor de la

---

ten de evitar, de cualquier manera, la solicitud del concurso voluntario, cuando se den las circunstancias que la exijan; pero, en todo caso, queda siempre abierta la posibilidad de solicitud del concurso por los acreedores sociales (cfr., art. 3 de nuestra Ley concursal).

<sup>460</sup> Por todos, PULGAR EZQUERRA, J., «Las soluciones al concurso de acreedores: el convenio y la liquidación», *Derecho concursal - Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la reforma concursal* (dirs. R. García Villaverde y otros), ed. Dilex, Madrid, 2003, p. 347 ss.; TIRADO MARTÍ, I., «Reflexiones sobre el concepto de interés concursal: ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores», *Anuario de derecho concursal*, fasc. III, 2009, pp. 1055-1108, p. 1099; y ÁLVAREZ VEGA, M. I., «Soluciones concursales y paraconcursoales a la crisis de empresa: La función conservativa del concurso de acreedores en la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal», *Revista de Derecho Privado*, 2004, pp. 573-610, pp. 598-9.

<sup>461</sup> Posibilidad también admitida por LEÓN SANZ, F. J., «La transmisión de unidades productivas», cit., p. 901, con inspiración en el artículo 105 de la *legge fallimentare* italiana en relación con la «vendita dell'azienda, di rami, di beni e rapporti in blocco» y la doctrina transalpina que trata esta solución de la insolvencia.

propuesta<sup>462</sup>. Junto a lo anterior, también la exclusión del consentimiento del contratante cedido en la cesión de los derechos y obligaciones derivados de contratos afectos a la continuidad de la actividad profesional o empresarial patrocina que el adquirente pueda continuar la actividad (cfr., art. 1205 C.c.). En esta misma línea, la cesión *ex lege* de las licencias o autorizaciones administrativas afectas, en los términos del artículo 146 bis, hace decaer el derecho de oposición a la cesión, que constituye la regla general fuera del procedimiento concursal<sup>463</sup>.

En este punto, el convenio ha de ser un «convenio de asunción», por el que el adquirente se comprometa a la continuidad de la actividad empresarial o profesional propia de las unidades productivas a las que afecte, y para lo cual habrá de presentar un plan de pagos con detalle de los recursos previstos para su cumplimiento (cfr., art. 100.4 LC). De esta forma se vuelven a reconocer los paralelismos que presentan estas exigencias legales respecto del proceso de creación de las entidades de propósito especial, en particular en cuanto se trate de «operaciones apalancadas». Ello encuentra expresión, tanto en la indicación de los recursos que el adquirente espere obtener de la enajenación de determinados bienes o derechos del concursado, como, alternativa o complementariamente, respecto de aquellos que pretenda generar con la continuación, total o parcial, del ejercicio de la actividad económica. Esto último, a su vez, tiene su correlativa manifestación con la necesaria presentación de un plan de viabilidad en el que el adquirente especifique tales recursos y los medios y condiciones de su obtención y, en su caso, los compromisos de su prestación por terceros (cfr., art. 100.5 LC)<sup>464</sup>.

Con lo anterior se da cuenta de una normativización en el ámbito del convenio concursal de esquemas negociales propios de las entidades de pro-

---

<sup>462</sup> Sobre el convenio concursal o de masa, en el que los acreedores no prestan su consentimiento individualizado al cambio de deudor, como sería lo propio en el contrato atípico de asunción de deudas, sino que el consentimiento se sustituye por un criterio mayoritario por razón del *negocio del convenio*, que produce el *effectum iuris* de modificar la relación obligatoria primitiva existente entre el deudor y cada uno de sus acreedores, ALONSO LEDESMA, C., «La transmisión de la empresa o de unidades productivas del empresario insolvente como contenido del convenio concursal», *Transmisión de empresas y modificaciones estructurales de sociedades* (dirs. J. M., Beneyto Pérez y R. Largo Gil), ed. Bosch, Barcelona, 2010, p. 569 ss., p. 578.

<sup>463</sup> Con anterioridad al actual artículo 146 bis de la Ley Concursal, ya propugnaba esta solución, RUBIO VICENTE, P. J., «La enajenación de la empresa en la nueva Ley Concursal», *Revista de derecho de sociedades*, núm. 22, 2004, pp. 115-155, p. 148 ss.

<sup>464</sup> Con todo, LEÓN SANZ, F. J., «La transmisión de unidades productivas», cit., pp. 908-9, advierte las deficiencias del sistema concursal para dar cumplida respuesta a los diversos problemas que presenta la transmisión de unidades productivas en el marco de las operaciones societarias, lo cual exige una intervención legislativa apropiada, en evitación de maniobras fraudulentas y conductas abusivas, respecto de la imposición de cesión de deudas y contratos.

pósito especial, como mejor modo de promover sus soluciones dentro del procedimiento concursal. Todo ello debe procurarse sin merma de otros intereses concurrentes a los de los acreedores. Entre estos cabe incluir el de los trabajadores afectados, pero también un interés general por la continuación de la actividad económica bajo otra titularidad distinta que permita el mantenimiento de la eficiencia económica de la actividad en el mercado de bienes y servicios <sup>465</sup>.

No obstante, la utilización de una entidad de propósito especial en el marco concursal puede no quedar circunscrita al concurso de esta entidad o a su constitución para actuar como adquirente de una empresa o unidad productiva dentro de un «convenio de asunción», con mayor evidencia cuando se trata de una actividad empresarial. Otro tanto se puede decir cuando su formulación pretenda ser aplicada en caso de la liquidación del patrimonio del deudor. Las reglas legales de la liquidación concursal prevén de forma preferente la venta unitaria de los establecimientos, las explotaciones y cualesquiera otras unidades productivas de bienes o de servicios pertenecientes al deudor, salvo que el interés del concurso requiera su previa división o la realización aislada de sus distintos elementos <sup>466</sup>. En este caso es igualmente relevante la asunción por el adquirente de los gastos realizados por el deudor declarado en concurso para la conservación de su empresa y, en su caso, los compromisos de continuidad de la empresa o de las unidades productivas, así como de los puestos de trabajo (cfr., art. 149 LC) <sup>467</sup>.

En el entorno de las reglas legales de liquidación, sin embargo, van a ser tomados en cuenta otros factores, tales como la información sobre la solvencia económica del oferente y sobre los medios humanos y técnicos a su disposición; la designación de los bienes, derechos, contratos y licencias o autorizaciones incluidos en la oferta; su incidencia sobre los trabajadores; y el

---

<sup>465</sup> Por todos, ALONSO LEDESMA, C., «La transmisión de la empresa o de unidades productivas», cit., p. 580 ss.; PULGAR EZQUERRA, J., «Los convenios con asunción de pasivo en el marco de la transmisión concursal de la empresa», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 266, 2007, pp. 889-940; DE LA CUESTA RUTE, J. M., «El convenio concursal y la conservación de la empresa», *Estudios sobre la Ley concursal, libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. 4, 2005, pp. 4483-4507; y RUBIO VICENTE, P. J., «La enajenación de la empresa», cit., p. 124-5.

<sup>466</sup> *In extensum*, ZABALETA DÍAZ, M., *El principio de conservación de la empresa en la Ley Concursal*, ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2006, passim., y SIERRA NOGUERO, E., «La liquidación (unitaria o fragmentaria) de la empresa en concurso», *Anuario de derecho concursal*, núm. 24, 2011, pp. 49-95.

<sup>467</sup> Al respecto, HUALDE LÓPEZ, I., «El plan de liquidación y la enajenación unitaria de la empresa», *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 8, 2008, pp. 475-489; HERRERA CUEVAS, E. J.: «La reorganización traslativa en concurso y sucesión de empresa», *ibidem*, núm. 9, 2008, pp. 147-165; y GUTIÉRREZ GILSANZ, A., «La enajenación unitaria de empresa en la liquidación concursal», *Conservación de empresas en crisis. Estudios jurídicos y económicos*, Madrid, ed. La Ley, 2013, p. 276.



precio ofrecido, las modalidades de pago y las garantías aportadas. Ahora bien, a diferencia de lo señalado para el compromiso de continuidad de la actividad que puede hacer, aun solo en parte, que el precio ofertado no sea el único factor a considerar para establecer la preferencia de una oferta respecto de otras, el resto de circunstancias señaladas no parecen tener carácter determinante para considerar la mejor postura. Y ello, en el caso, ciertamente excepcional, de la presentación de «ofertas competidoras» dentro del procedimiento concursal. Recuérdese, además, que la enajenación del conjunto o, en su caso, de cada unidad productiva se hará, en principio, mediante subasta, lo cual denota el carácter prioritario del precio para la identificación de la mejor oferta<sup>468</sup>.

La consideración, extensible a las entidades de propósito especial, de falta de solvencia económica del oferente y de los medios humanos y técnicos a su disposición para la continuación de la actividad, puede ser suplida, en su caso, con los compromisos de prestación de servicios asumidos por la entidad patrocinadora. Nuevamente por vía contractual se pueden integrar las deficiencias de la entidad de propósito especial oferente para, con sus estructuras organizativas, mantener la actividad económica de la unidad productiva o empresa. También, con relación a las modalidades de pago, pueden ser traídas a esta instancia las consideraciones sobre las operaciones apalancadas en las propuestas de convenio con transmisión de empresa. Así se advierte, en particular, ante las dificultades que presenta en la práctica la realización de estas operaciones a través de este específico procedimiento.

Por último, respecto de la concesión de garantías, será la entidad patrocinadora la que, por la relación que le une a la entidad de propósito especial, en principio habrá de aportarlas. No obstante, su intervención a estos efectos puede comportar la pérdida de la autonomía de la entidad de propósito especial y tener una incidencia posterior ante una eventual insolvencia de cualquiera de ellas. Todavía en este caso, a fin de mantener tal autonomía subjetiva de ambas entidades, las garantías prestadas pueden respetar el principio de equivalencia de prestaciones, y no suponer en consecuencia perjuicio para la masa, cuando la entidad de propósito especial asuma la obligación de atender la correspondiente contraprestación a valor de mercado.

---

<sup>468</sup> Con diferentes consideraciones sobre la experiencia y solvencia del adquirente, la conservación de los puestos de trabajo, las expectativas que ofrece el desarrollo futuro de la empresa, los compromisos de continuidad de la actividad y de los puestos de trabajo, y las formas de pago y las garantías para llevar a cabo la operación, ya anteriormente VELASCO SAN PEDRO, L. A., «El plan de liquidación y las reglas supletorias de liquidación del concurso», *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, vol. 5, ed. Marcial Pons, Madrid, 2005, pp. 4877-4894, p. 4888; y HUALDE LÓPEZ, I., «El plan de liquidación y la enajenación unitaria de la empresa», cit., p. 476.

## 7. LAS ENTIDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL DE CARÁCTER PÚBLICO O PRESTADORAS DE SERVICIOS PÚBLICOS: SU ESPECIAL TRATAMIENTO POR LA REGULACIÓN CONCURSAL

### 7.1 Consideraciones epistemológicas

En determinados ámbitos, como en el sector financiero, se ha acabado por imponer el criterio, no puramente privatístico, que impide que, por su afectación al interés general y en evitación de efectos contagiosos para la economía global, determinadas entidades puedan ser liquidadas (*to big to fail*). En las entidades de propósito especial de carácter público también se dan circunstancias que han llevado en la práctica a la financiación de entidades insolventes con recursos públicos<sup>469</sup>. Además, en las entidades de carácter público no tienen usualmente lugar los conflictos entre los socios y los administradores que se dan en las sociedades con carácter general, sino que adquieren una mayor trascendencia las relaciones mediatas, de orden político, que unen a las autoridades públicas que las crean con los contribuyentes y administrados.

La actividad de restructuración del sector público empresarial y la asistencia financiera que estas entidades pueden percibir, en consecuencia, traen causa de una «obligación moral» por mor del servicio de interés general al que atienden, lo cual, a su vez, asegura, de esta forma, su carácter remoto respecto de eventuales situaciones de insolvencia<sup>470</sup>. Aunque se trate de entidades autónomas, constituidas para un objeto específico y puedan realizar actividades económicas, en principio podrían ser, como cualquier otro operador económico, declaradas en concurso. Así se recoge en el artículo 1 de la Ley concursal, que incluye en el presupuesto subjetivo del concurso a cualquier deudor, persona natural o jurídica, mientras que tan solo deja fuera de su ámbito de aplicación a las entidades que integran la organización territorial del Estado, los organismos públicos y demás entes de derecho público.

No obstante, las empresas públicas o mixtas, con sujeción en su actividad al Derecho del mercado y que generalmente adoptan la forma de sociedad de capital, aun cuando en determinadas de sus funciones intervenga la represen-

---

<sup>469</sup> Cfr., art. 373 de la Ley de sociedades de capital, respecto de la intervención del Gobierno en las sociedades anónimas, cuando juzgue «conveniente para la economía nacional o para el interés social la continuación de la sociedad anónima» mediante Real decreto, en evitación de su liquidación. En este mismo sentido puede verse la sentencia del Tribunal Europeo de Justicia (Gran Sala) de 8 de noviembre de 2016, en la cuestión prejudicial planteada por varios accionistas del banco *Irish Life and Permanent PLC*, en oposición al Decreto del gobierno de Irlanda por el que se impuso la capitalización de la entidad.

<sup>470</sup> *In extenso*, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», *cit.*, p. 379 y ss.

tación de las Administraciones que las crean, pueden quedar sometidas al régimen concursal cuando concurren los presupuestos objetivos que den lugar a su aplicación. Es más, en estos casos, el régimen de ayudas públicas puede limitar la concesión de garantías para cubrir las deudas generadas por la entidad. Aun y con todo, la ineficiencia de estas entidades, que puede dar lugar, en su caso, a la necesidad de su disolución o a situaciones concursales, ante la necesidad de dar cobertura a intereses generales o públicos, es en muchas ocasiones sopesada con la aportaciones económicas realizadas desde la entidad administrativa que las crea<sup>471</sup>.

## 7.2 Un caso particular: los concursos de entidades concesionarias de servicios públicos y su conexión con las entidades de propósito especial de carácter empresarial

Otro aspecto que afecta a las entidades de propósito especial, tanto en el ámbito público como en el de la financiación de proyectos, es el relativo a la insolvencia de entidades concesionarias de obras y servicios públicos o contratistas de las Administraciones Públicas. En tal sentido, la creación de estas entidades, entre otras finalidades, sirve para evitar una nueva autorización del órgano de contratación, tal y como prevé el apartado sexto del artículo 270 del texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, en supuestos de escisión, aportación o transmisión de empresas, para continuar el contrato con la entidad resultante o beneficiaria. En este contexto, el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal y luego la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal, añaden una Disposición adicional segunda ter. a la Ley concursal, que recoge el régimen especial aplicable a las situaciones de insolvencia de las empresas concesionarias de obras y servicios públicos o contratistas de las Administraciones Públicas.

---

<sup>471</sup> Acerca de la existencia de una obligación moral de garantizar la deuda, en el marco de la utilización de entidades de propósito especial para la emisión de deuda pública, SCHWARCZ, S. L., «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities», *cit.*, p. 379. Además de las empresas públicas, la experiencia también demuestra, como apunta LEÓN SANZ, F. J., «La reestructuración empresarial como solución de la insolvencia», *Crisis económica y responsabilidad en la empresa* (dirs. N. Abriani y J. M. Embid Irujo), ed. Comares, Granada, 2013, pp. 223-241, p. 236 ss., que en las grandes sociedades, con trascendencia para el mercado y el interés general, en particular las entidades de crédito, tras la regulación promulgada con motivo de la crisis económica, tiene igualmente lugar una intervención pública para evitar que la entidad acabe en concurso.

Reconoce esta regulación que su aparición obedece a razones urgentes de interés general orientadas al aseguramiento y al mantenimiento de la prestación de los servicios públicos. Es resultando, por lo tanto, de un Derecho nacido al calor y a las necesidades surgidas de la crisis económica. Aun cuando los artículos 269 y 270 del Real Decreto Legislativo 3/2011 recogen como causas de resolución contractual de la concesión de obras públicas la declaración de concurso o la declaración de insolvencia en cualquier otro procedimiento, que ha de ser acordada por el órgano de contratación, la necesidad de mantenimiento del servicio público exige introducir determinadas medidas de tutela<sup>472</sup>.

En el plano concursal estas medidas normativas son desarrolladas a través de la posibilidad de presentación de propuestas de convenio que puedan afectar a todas estas entidades y de la tramitación acumulada de todos los procedimientos concursales declarados en relación con ellas. A ello se ha de unir que los efectos de la declaración de concurso en el caso de los contratos administrativos de las empresas concesionarias de obras y de servicios públicos y de las contratistas de la Administración, en relación con el artículo 67 La propia Ley Concursal, quedan sometidos a su legislación específica. En tal caso, la intervención judicial debe respetar las competencias de los órganos administrativos en lo relativo a este tipo de contratos y a los procedimientos de carácter administrativo con ellos relacionados.

Esto encuentra específica plasmación a través de esta Disposición adicional segunda ter de la Ley concursal para las especialidades que se hallen establecidas en la legislación de contratos del sector público, que permite la presentación las propuestas de convenio por las Administraciones Públicas. En tal sentido y en relación con las entidades de propósito especial del sector público, esta legitimación se extiende a los organismos, las entidades y las sociedades mercantiles vinculadas o dependientes de las Administraciones Públicas afectadas. De forma complementaria, y en relación con la admisión de propuestas condicionadas del apartado segundo del artículo 101 de la Ley Concursal, en el supuesto en se trate de concursos conexos, también la regulación admite que la aprobación de la propuesta de convenio quede sometida a la aprobación de las propuestas de convenio presentadas en los restantes

---

<sup>472</sup> El artículo 269 del Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, recoge, como causas de resolución del contrato de concesión de obras públicas, la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad concesionaria y la declaración de concurso o la declaración de insolvencia en cualquier otro procedimiento. Añade el artículo 270 del Real Decreto Legislativo que la declaración de insolvencia y, en caso de concurso, la apertura de la fase de liquidación, originarán siempre la resolución del contrato.

procedimientos concursales acumulados<sup>473</sup>. Se advierte con todo ello la necesidad de adoptar soluciones coordinadas en el marco concursal que permitan mantener, no obstante la situación de insolvencia de estas entidades, las condiciones adecuadas para la prestación del servicio público al que atienden con su actividad.

## 8. SOLUCIONES EN EL SISTEMA FINANCIERO: LAS PREVENCIÓNES LEGALES EN LA RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

### 8.1 Consideraciones previas

En el marco de la figura de la entidad de propósito especial, de raigambre económica, con diversas expresiones e intensidad en la realidad material, la atención y ordenación que el Derecho le dispensa conduce, asimismo, a la

---

<sup>473</sup> El artículo único.Uno.21 de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal, incorpora esta disposición adicional segunda ter a la Ley Concursal, que remite al artículo 25 bis.3 para la tramitación de los concursos acumulados, que solo resulta de aplicación a aquellos contratos administrativos que no se hubieran extinguido. Véase, en cuanto al régimen transitorio, la disposición transitoria 1.4 del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal, así como la referida Ley 9/2015, de 25 de mayo. Como recoge el apartado tercero del preámbulo de esta última respecto de la insolvencia de empresas concesionarias de obras y servicios públicos, o contratistas de las Administraciones Públicas, «en la actualidad existe un gran número de empresas adjudicatarias de contratos administrativos en situación concursal. Razones urgentes de interés público orientadas al aseguramiento y mantenimiento de la prestación de los servicios públicos hacen necesario articular soluciones que permitan dar continuidad a la actividad objeto del contrato, en beneficio de los adjudicatarios, los terceros que se benefician de la ejecución de los contratos administrativos y de la administración pública. Estas soluciones pasan por arbitrar una fórmula conjunta para todos los procesos concursales que implica la presentación de propuestas de convenio que puedan afectar a todas estas entidades. En este sentido, razones de agilidad y economía procesal y de consecución de una garantía de éxito de la solución concebida, aconsejan la tramitación acumulada de todos los procesos concursales declarados en relación con tales entidades. Las especialidades de la legislación administrativa de contratos del sector público, tanto general como sectorial, y la necesaria interrelación con las formas de desenvolvimiento y terminación del procedimiento concursal establecidas en la Ley Concursal, hacen necesario que se establezca un régimen especial aplicable a los concursos de las empresas concesionarias de obras y servicios públicos y contratistas de la administración pública, cuya ubicación legislativa debe situarse tanto en la legislación administrativa reguladora de los contratos administrativos, tanto general como específica, como en la Ley Concursal, a través de una nueva disposición adicional segunda ter que recoge las especialidades concursales en la materia. La propia Ley Concursal, en su artículo 67, remite los efectos de la declaración de concurso en el caso de los contratos administrativos celebrados por el deudor con las Administraciones Públicas a su legislación específica. Asimismo, debe recordarse que las competencias del juez del concurso y su preceptiva intervención en el procedimiento concursal deben respetar las competencias de los órganos administrativos en lo relativo a este tipo de contratos y los procedimientos de carácter administrativo con ellos relacionados».

constitución de «entidades puente» como solución en el marco de la refinanciación empresarial, o como medida paraconcursal dentro del sector financiero.

La presencia de las entidades de propósito especial bien como entidades de gestoras de activos, bien como entidades estrictamente vehiculares o entidades puente, se manifiesta como un expediente especialmente útil para obtener potenciales inversores en el marco de la preinsolvencia o de la necesidad de refinanciación de la deuda<sup>474</sup>. Junto a las medidas de capitalización de los créditos, en la que tiene lugar una transformación del pasivo en capital, la creación de entidades propósito especial puede servir de instrumento para acoger determinadas empresas o unidades productivas o económicas que, consideradas de forma unitaria, u organizadas a través de planes de viabilidad, puedan presentar la solvencia necesaria para no incurrir en los presupuestos objetivos que den lugar al concurso<sup>475</sup>. Incluso en determinados sectores, como el financiero, la estimación de las entidades como «entidades de interés público» por la Ley de auditoría justifica la intervención gubernativa en determinadas circunstancias, a fin de propiciar el mantenimiento de organizaciones que se demuestren, en principio, ineficientes (art 3.5 y 33 y ss. de la Ley de Auditoría de Cuentas, en relación con el art. 373 LSC sobre la intervención del Gobierno en las sociedades anónimas)<sup>476</sup>.

La necesidad de acomodar el procedimiento concursal para el mantenimiento de la actividad económica y la presentación de propuestas de convenio conjuntas, sin perjuicio de los casos relevantes de las entidades concesionarias de servicios públicos a las que ya se ha hecho referencia, ha dado lugar al actual marco jurídico de la reestructuración bancaria. La creación del Fondo de

---

<sup>474</sup> Al respecto, dentro de las soluciones concursales, puede verse tal finalidad en LEÓN SANZ, F. J., «La transmisión de unidades productivas», cit., p. 893, quien reconoce que el potencial adquirente goza de la garantía formal de la asunción exclusiva de los compromisos y riesgos asociados al contenido patrimonial de la entidad.

<sup>475</sup> Entre otras medidas, LEÓN SANZ, F., «La reestructuración empresarial», cit., pp. 223-241, reconoce que la creación de una sociedad de acogida a la que se transmiten las unidades económicas solventes puede ser el instrumento para la transformación del pasivo a efectos de llevar a cabo una «reestructuración empresarial», y la constitución de «sociedades puente» puede, al mismo tiempo, simplificar la venta de las unidades económicas más rentables.

<sup>476</sup> En este punto el apartado quinto del artículo 3 de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, incluye, entre las «entidades de interés público», a «las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, las entidades de crédito y las entidades aseguradoras sometidas al régimen de supervisión y control atribuido al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y a los organismos autonómicos con competencias de ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras, respectivamente, así como las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en el mercado alternativo bursátil pertenecientes al segmento de empresas en expansión», a «las entidades que se determinen reglamentariamente en atención a su importancia pública significativa por la naturaleza de su actividad, por su tamaño o por su número de empleados» y a «los grupos de sociedades en los que la sociedad dominante sea una entidad de las contempladas».

Reestructuración Ordenada Bancaria, como organismo público dotado de la solvencia presupuestaria necesaria para afrontar los procedimientos paraconcursoales destinados a evitar la insolvencia de las entidades de crédito, así lo demuestra<sup>477</sup>. Como ejemplo del Derecho resultante de la crisis económica, la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, con el objeto de proteger la estabilidad del sistema financiero y reducir al mínimo el uso de los recursos públicos, establece diferentes actuaciones, unas de carácter preventivo, y otras dirigidas a la resolución ordenada de tales entidades.

De una parte, los criterios de una actuación temprana del FROB parten del incumplimiento o de la existencia de elementos objetivos según los cuales resulte razonablemente previsible que una entidad no pueda cumplir con los requisitos de solvencia, de liquidez, de estructura organizativa o de control interno. No obstante, cuando la entidad esté en disposición de volver a su cumplimiento por sus propios medios, aun mediante las intervenciones oportunas, los inversores podrán mantener la titularidad de su participación en la entidad. Por el contrario, cuando resulte acreditada la inviabilidad en la entidad o sea previsible que vaya a serlo en un futuro próximo, sin que existan perspectivas razonables de alcanzar otras medidas procedentes del sector privado que puedan corregir tal situación, y por razones de interés público y de estabilidad financiera resulte necesario evitar su liquidación concursal, la norma sectorial exige la resolución de la entidad.

Al igual que se puede dar en el procedimiento concursal, la resolución puede tener lugar bien a través de una recapitalización interna, o bien mediante la venta del negocio de la entidad, o de la transmisión de activos o pasivos a una entidad puente o a una sociedad de gestión de activos. Dedicaremos las siguientes líneas a estas dos últimas figuras por sus semejanzas con las estructuras tipológicas de las entidades de propósito especial. En particular, las denominadas en esta específica sede «entidades puente» encuentran cierto paralelismo con la configuración de las entidades de propósito especial de carácter «vehicular» y, junto con las sociedades gestoras de activos, comparten, además, ciertas notas con las entidades de propósito especial de carácter financiero y, en su caso, de titularidad pública.

---

<sup>477</sup> En la concesión de mecanismos de financiación, el artículo 53 de la Ley 11/2015, incluye el otorgamiento de garantías, la concesión de préstamos o créditos, el pago de compensaciones a los accionistas y a los acreedores, la realización de contribuciones a la entidad, cuando se decida excluir ciertos pasivos de la recapitalización interna, la concesión de préstamos u otros mecanismos de financiación y la recapitalización de una entidad. Pero junto a los anteriores, en su letras c y d, expresamente contempla «la adquisición de activos o pasivos, pudiendo mantener su gestión o encomendarla a un tercero» y «la realización de contribuciones a una entidad puente o a la sociedad de gestión de activos».

## 8.2 Las «entidades puente» como forma de reestructuración empresarial en el sector financiero y sus relaciones con las entidades de propósito especial vehiculares

La Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, ha desarrollado los instrumentos de resolución ya contenidos en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre<sup>478</sup>. Sin pretensiones de exhaustividad, la regulación toma como referente la normativa europea en relación, entre otros aspectos, con la normativa de defensa de la competencia en el punto relativo a la concesión de ayudas públicas<sup>479</sup>. Por ello, a fin de facilitar la intervención del FROB a través de los mecanismos de resolución que considere más convenientes, excluye la aplicación de las normas que afecten a las operaciones de compraventa en el marco de regulación del mercado de valores. Se exceptúa, asimismo, la aplicación del régimen que reconoce derechos al socio para la adopción de decisiones que afecten a su posición de la sociedad, y que, en su caso, puede requerir su consentimiento, tanto en el marco general del Derecho de sociedades, como en el ámbito más específico de las modificaciones estructurales.

En tal sentido, la transmisión de acciones u otros instrumentos de capital, activos y pasivos no requiere el consentimiento de los accionistas de la entidad objeto de resolución o de terceros diferentes del comprador, con lo cual la medida de refinanciación queda exenta del cumplimiento de los requisitos procedimentales exigidos por la legislación societaria, por la del mercado de valores<sup>480</sup>. Es más, los accionistas y los acreedores de la entidad en situación de

---

<sup>478</sup> Así se reconoce en el mismo Preámbulo de la Ley, en relación con los distintos instrumentos de resolución que se ponen en manos del Fondo Ordenado de Reestructuración Bancaria, respecto de los que ya estaban recogidos en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, que complementa y perfecciona de acuerdo con la normativa europea, a los cuales adiciona el de la recapitalización interna.

<sup>479</sup> Se ha de tener en cuenta el apartado 1 del artículo 17 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado, en relación con los requisitos de publicidad en el supuesto de la puesta en venta de la entidad en resolución. En este punto, también el apartado octavo del artículo 27 de la Ley 11/2015 impone que la entidad puente deba ajustar su funcionamiento a la normativa en materia de ayudas de estado, por lo que la autoridad de resolución podrá establecer restricciones en el desarrollo de sus actividades.

<sup>480</sup> Posición avalada por la sentencia del Tribunal Europeo de Justicia (Gran Sala) de 8 de noviembre de 2016, en una cuestión prejudicial planteada por accionistas del banco *Irish Life and Permanent PLC*, ante el acuerdo del Ministerio de Economía, luego avalado por el Tribunal Supremo (*High Court*) irlandés, por el que se impuso una ampliación de capital «obligatoria», no amparada por la aprobación de la junta general de la entidad. No obstante la claridad de la aplicación de la conocida como «Segunda Directiva» en materia de sociedades (Directiva 77/91/CEE, relativa a la constitución, al capital y a sus modificaciones de las sociedades anónimas), el Tribunal Europeo de Justicia declara que sus disposiciones han de ceder ante una medida excepcional en una situación de grave perturbación de la economía y del sistema financiero de un Estado miembro, de modo que el interés común de los accionistas y de los acreedores queda desplazado por un «interés público general» de estabilidad del sistema financiero de la Unión.



resolución, así como los terceros cuyos activos o pasivos no hayan sido objeto de transmisión, no tendrán ningún derecho sobre los activos y pasivos transferidos<sup>481</sup>. Con ello se vuelve a advertir una tendencia a sustituir la relevancia concedida a la posición del socio por la adopción de otras medidas a fin de tutelar intereses concurrentes, públicos o generales, distintos. En cierta medida, ello viene a coincidir con la irrelevancia que puede tener la participación de la entidad patrocinadora en el capital de la entidad de propósito especial, de modo que los derechos sociales sobre el capital carecen de interés en orden a la adopción de decisiones por los órganos sociales, y en particular, por la Junta general, como pretendido órgano soberano de la sociedad.

Dejando a un lado otras formas de reestructuración, como la capitalización interna o la transmisión de la entidad o parte de la misma a un sujeto privado para proteger los servicios esenciales, se ha de centrar la atención, en primer lugar, en la creación de una entidad vehicular, esto es, de una «entidad puente» a la que se transfiera la parte salvable de la entidad en situación de resolución. En tal sentido, el artículo 27 de la Ley 11/2015, en su apartado segundo, la define como «una sociedad anónima que podrá estar participada por el FROB o por otra autoridad o mecanismo de financiación públicos, cuyo objeto es el desarrollo total o parcial de las actividades de la entidad en resolución, y la gestión de las acciones u otros instrumentos de capital o de todos o parte de sus activos y pasivos». No obstante evita fijar una duración máxima de la entidad, si bien cabe deducir su vocación, como «puente», hacia la venta de su negocio. Y ello pese a que, en determinadas circunstancias, la norma admita la devolución de las acciones u otros instrumentos de capital, o de los activos o pasivos de la entidad puente, de nuevo, a la entidad objeto de resolución, especialmente cuando así conste en el acto del FROB que ordene la transmisión<sup>482</sup>.

---

<sup>481</sup> Tal y como recoge el apartado tercero del artículo 27 de la Ley 11/2015, la transmisión a una entidad puente se realizará, por lo tanto, en representación y por cuenta de los accionistas de la entidad, «pero sin necesidad de obtener su consentimiento ni el de terceros diferentes de la entidad puente y sin tener que cumplir los requisitos de procedimiento exigidos en materia de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles o por la normativa en materia del mercado de valores». Además, a este fin, aclara el apartado primero del artículo 66 de la Ley, como regla general, que «la adopción de cualquier medida de actuación temprana o de resolución, así como cualquier hecho que esté directamente relacionado con la aplicación de tal medida, no constituirá por sí misma un supuesto de incumplimiento ni permitirá por sí misma a ninguna contraparte declarar el vencimiento, modificación, suspensión o resolución anticipada de las operaciones o contratos realizados con la entidad, instar la ejecución de una garantía sobre cualquier bien de la entidad o la compensación de cualesquiera derechos u obligaciones que se deriven de la operación o del contrato, ni afectar de cualquier otra manera a éste, teniéndose por no puestas las cláusulas que así lo establezcan».

<sup>482</sup> El apartado sexto del artículo 27 de la Ley 11/2015 admite esta posibilidad tanto si consta expresamente en el acto mediante el cual se haya ordenado la transmisión, como «si las acciones u otros instrumentos de capital, o los activos o pasivos no forman parte o no se ajustan a las condiciones para la transmisión que se especifican en el acto mediante el cual se haya ordenado la transmisión».

Para la facilitación de estas operaciones de reestructuración en el mercado financiero, la Ley 11/2015 reconoce la facultad de estas entidades, así como, entre otros, de la sociedad de gestión de activos y de la entidad objeto de la resolución, para el ejercicio de sus derechos de participación y de acceso a los sistemas de pago, de compensación, de liquidación y cotización, así como al fondo de garantía de inversiones y al fondo de garantía de depósitos. Y ello aun cuando la entidad puente carezca de calificación crediticia por parte de una agencia, o no alcance los niveles requeridos para acceder a los sistemas anteriores, situación que se puede prolongar hasta veinticuatro meses y que puede ser renovada por el FROB durante el tiempo que estime estrictamente necesario<sup>483</sup>. Se advierte así la flexibilidad reconocida a la «entidad puente» para, aun careciendo de los requisitos oportunos, poder operar en estos mercados.

Por otra parte, sin perjuicio del reconocimiento al FROB de la recuperación de los gastos razonables incurridos en el ejercicio de sus potestades, se advierte también una cierta «transparencia» de la entidad puente. A semejanza de la consideración de la entidad promotora como principal beneficiaria, la regulación financiera también establece que, en el caso de que la transmisión a la entidad puente se haya efectuado mediante la aportación de una parte o la totalidad del activo o pasivo de la entidad objeto de resolución, toda cantidad luego abonada por el comprador redundará en beneficio de la entidad objeto de resolución.

No obstante, se ha de tener en cuenta que la entidad residual quedará sometida a las reglas concursales, dentro de un tiempo razonable, cuando la transmisión de los activos y pasivos sea solo de una parte del conjunto y el precio no permita superar un eventual estado de insolvencia. De igual modo, la entidad puente que haya ejecutado su función también quedará en su caso sometida al procedimiento concursal, si bien cualquier ingreso generado por el cese de sus actividades será en beneficio de sus accionistas<sup>484</sup>. Pero además, en lo que atañe a las entidades que participen en los distintos mecanismos de resolución, se mantiene una motivación semejante a que la que mueve la creación de entidades de propósito especial como entidades de insolvencia remota.

---

<sup>483</sup> Con idéntico fin, el artículo 27 de la Ley 11/2015 confiere la condición de sucesor de empresa a la entidad puente y la autorización oportuna para que pueda ejercer los derechos de prestación de servicios y para establecerse en otro Estado miembro de conformidad con la Ley 10/2014, de 26 de junio, y la Ley 24/1988, de 28 de julio, y para el ejercicio de los que recaigan sobre los activos y pasivos transmitidos. En todo caso, en su actividad, la entidad puente estará sometida a la supervisión del Banco Central Europeo, del Banco de España o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Con todo, antepone, aun con carácter provisional, los objetivos de la resolución a los requisitos previstos para el acceso a la actividad correspondiente, previa solicitud al supervisor competente.

<sup>484</sup> Cfr., art. 27.12 de la Ley 11/2015.

Así las cosas, la venta de activos en firme y a precios de mercado actúa como medio de separación patrimonial, y también estas medidas de reestructuración, en virtud de su específica normativa, quedan eximidas, si bien aquí esta solución resulta *ex lege*, de una eventual rescindibilidad en los términos del artículo 71 de la Ley Concursal.

De otro lado, la intervención de una entidad puente puede tener lugar bien a través de una transmisión indirecta de las acciones o mediante aportaciones al capital social, bien a través de una venta directa de activos. La primera se ha de entender en un sentido amplio, esto es, de los activos o de los instrumentos representativos del capital o equivalentes de la entidad o convertibles en ellos, cualesquiera que sean sus titulares; y la segunda, asimismo, de una venta en globo de los activos y de los pasivos. En cualquier caso, para mantener la solvencia de la entidad puente, el valor total de los pasivos no podrá exceder del valor de los derechos y de los activos que le hayan sido transmitidos. A su vez, esta transmisión podrá ser total o parcial, en un acto único o en sucesivos, y a favor de uno o varias entidades puente. *Sensu contrario*, una misma entidad puente puede ser utilizada para transferir los activos y pasivos de más de una entidad en estado de resolución<sup>485</sup>. Pese a su similitud con las operaciones de escisión en las modificaciones estructurales, la Ley 11/2015 se encarga de prever de forma expresa la exclusión de tal régimen<sup>486</sup>.

Otro aspecto que relaciona las entidades puente con las entidades de propósito especial, en particular con las de carácter financiero, atañe a la intención de la venta de activos, y en su caso de instrumentos financieros, cuando se den las condiciones apropiadas. No obstante, en el esquema de las medidas de resolución, la entidad puente asume también un interés, sino colectivo, sí al menos propio y ordenado a su acceso a las funciones esenciales para el desarrollo de la actividad<sup>487</sup>. Junto a la intervención pública, la necesidad de compatibilizar un mercado saneado con una adecuada competencia justifica que la venta de la entidad en sí, o bien de sus activos y pasivos,

---

<sup>485</sup> Aclara el apartado decimotercero del artículo 27 de la Ley 11/2015, que en tal caso la liquidación de los activos y pasivos de cada una de las entidades se realizará de manera individualizada, para lo cual habrán de ser previamente segregados de la entidad puente.

<sup>486</sup> Así lo advierte el apartado tercero del artículo 27 de la Ley 11/2015 cuando entiende que «la transmisión a una entidad puente se realizará en representación y por cuenta de los accionistas de la entidad, pero sin necesidad de obtener su consentimiento ni el de terceros diferentes de la entidad puente y sin tener que cumplir los requisitos de procedimiento exigidos en materia de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles o por la normativa en materia del mercado de valores».

<sup>487</sup> Apartado décimo del artículo 27 de la Ley 11/2015, sobre la administración y gestión de la entidad puente al solo «objeto de mantener el acceso a las funciones esenciales y venderla, o vender sus activos y pasivos, cuando las condiciones sean apropiadas».

tenga que ajustarse a procedimientos competitivos, transparentes y no discriminatorios, y su realización a condiciones de mercado<sup>488</sup>. Nuevamente, la referencia a criterios de mercado, en este caso a través de la exigencia normativa en este ámbito de la reestructuración empresarial, vuelve a mostrarse como un elemento coincidente con la técnica negocial de las entidades de propósito especial en la separación de activos.

La entidad puente, a fin de actuar en el mercado como una entidad abierta, como también se ha apuntado para las entidades de propósito especial vehiculares, adopta por expresa remisión legal la forma de sociedad anónima. Igualmente, la creación de una entidad puente impone la designación de los miembros de su órgano de administración o dirección. A fin de conceder a los administradores la oportuna seguridad jurídica, la Ley 11/2015 excluye su responsabilidad frente a los accionistas y acreedores de la entidad objeto de resolución. La regulación, a este efecto, solo permite la reclamación de responsabilidad en los casos de faltas o infracciones graves que afecten directamente a sus derechos. Tal previsión se ha de poner en conexión con el régimen de «administración autopilotada» de las entidades de propósito especial, que restringe, al menos desde una perspectiva de su fuero interno y de su relación con la sociedad, la actuación de sus administradores y, en consecuencia, las exigencias de responsabilidad por la gestión que les es impuesta.

En el marco de la reestructuración del sector financiero, sin embargo, los administradores gozan de una especial protección reconocida *ex lege* en orden a la exigencia de su responsabilidad por la realización de su cometido, por parte de socios y terceros (cfr., art. 238 y ss LSC). Con todo, también han de ser traídos a esta instancia otros condicionantes en la posición jurídica del administrador, en relación con las entidades de propósito especial, tales como la delimitación de las funciones que le son asignadas y el reconocimiento de su carácter independiente de la entidad en situación de resolución. Téngase en cuenta que este supuesto, dentro de las distintas opciones que la regulación contempla, todavía admite que sus activos y pasivos puedan retornar a la entidad de la que hayan sido separados<sup>489</sup>.

---

<sup>488</sup> Nuevamente con referencia en la normativa en materia de ayudas de Estado, el apartado undécimo del artículo 27 de la Ley 11/2015 exige que la venta de la entidad puente o de sus activos o pasivos se desarrollare según «procedimientos competitivos, transparentes y no discriminatorios» y «en condiciones de mercado».

<sup>489</sup> Esta precaución frente al «activismo» de los accionistas y acreedores, ante eventuales reclamaciones frente a los administradores que traten de minar la independencia del órgano de administración o dirección, se halla contenida en el apartado noveno del artículo 27 de la Ley 11/2015.

### 8.3 La intervención de sociedades gestoras de activos en los procesos de reestructuración de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión

Además de la utilización de entidades vehiculares para el propósito de la resolución, la Ley 11/2015 también contempla la creación de una sociedad de gestión de activos a la que transferir aquellos de la entidad en resolución que aparezcan «dañados» o cuya permanencia sea considerada perjudicial para la viabilidad de la entidad o para los objetivos de la resolución<sup>490</sup>.

A tal efecto, el apartado segundo del artículo 25 de la Ley, sin embargo, previene que este mecanismo haya de actuar en consuno con otro de los instrumentos establecidos al efecto. En todo caso, para el saneamiento de la entidad en resolución, la norma sectorial admite la transmisión determinadas categorías de activos que figuren en su balance, en atención a su actividad, antigüedad o clasificación contable<sup>491</sup>. Esta posibilidad de atribución a una sociedad de gestión de activos puede provenir, incluso, de una entidad perteneciente a su grupo o de una «entidad puente», y tiene por objeto dar de baja de los balances dichos activos y permitir la gestión independiente de su realización<sup>492</sup>.

Se ha de mantener la proximidad de las sociedades gestoras de activos, a los efectos de recepción de activos y pasivos, con las entidades de propósito especial de carácter público. En este punto las sociedades gestoras de activos podrán estar participadas por el FROB o por otra autoridad o mecanismo público de financiación. En todo caso, el FROB podrá participar en ella en los términos indicados e, independientemente de tal participación, mantiene el control sobre este instrumento de resolución o su aplicación. Este criterio se ha de poner en sintonía con la posición de las entidades patrocinadoras respecto de las sociedades de propósito especial, sin necesidad de participación en su capital o patrimonio<sup>493</sup>. Además, la especificidad de su co-

---

<sup>490</sup> En este punto véase la creación de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) en la Disposición Sexta de Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y la posibilidad, mantenida en su disposición adicional décima, de constituir agrupaciones de activos y pasivos de la SAREB como patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, pese a que reconoce que estos patrimonios pueden resultar titulares de derechos y obligaciones.

<sup>491</sup> El apartado séptimo del artículo 28 de la Ley 11/2015 incluye, junto a la transmisión de los activos, la de los pasivos necesarios para procurar la reestructuración de la entidad.

<sup>492</sup> Así, el artículo 28.2 de la Ley 11/2015 atribuye al FROB la determinación de los activos que sean susceptibles de transmisión en consideración a las categorías anteriores.

<sup>493</sup> Al igual que para las «entidades puente», el apartado tercero del artículo 28 de la Ley 11/2015 retiene en el FROB el control sobre el instrumento de resolución que representa la entidad de gestión de activos o su aplicación.

metido, esto es, el «propósito de recibir la totalidad o parte de los activos y pasivos de una o varias entidades objeto de resolución o de una entidad puente», abunda en esta idea <sup>494</sup>.

El FROB también puede decidir que los activos se agrupen en una sociedad o que sobre ellos proceda cualquier clase de operación que facilite la transmisión <sup>495</sup>. De esta forma la Ley de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión permite que la entidad cuyos activos sean objeto de transmisión conserve su viabilidad, pues su liquidación tendría una repercusión negativa en los mercados financieros, al mismo tiempo que la intervención de una sociedad de gestión de activos sirve para maximizar los ingresos procedentes de la liquidación <sup>496</sup>. Además, como en las «entidades puente», también este instrumento de resolución puede dar lugar a transmisiones a diferentes entidades de gestión de activos. Por último, el destino de los activos, y en su caso de los pasivos, no necesariamente ha de ser su transmisión a terceros, sino que también puede acabar con su devolución a la entidad objeto de resolución cuando sobrevenga una superación de la causa que motive la adopción de tal medida <sup>497</sup>.

Asimismo, las sociedades de gestión de activos adoptan la forma de sociedad anónima como modelo prototípico de separación de la responsabilidad por deudas. Con idéntico fin, cuando la transmisión se lleve a cabo mediante operaciones de escisión o segregación, la Ley 11/2015 excluye la responsabilidad solidaria del resto de sociedades por las obligaciones asumidas e incumplidas por la sociedad beneficiaria <sup>498</sup>. Igualmente, la Ley 11/2015 mantiene las limitaciones de responsabilidad de los órganos de administración o de direc-

---

<sup>494</sup> El apartado tercero del artículo 28 de la Ley 11/2015 expresamente recoge que ha de ser una «sociedad anónima que podrá estar participada por el FROB o por otra autoridad o mecanismo de financiación públicos, constituida con el propósito de recibir la totalidad o parte de los activos y pasivos de una o varias entidades objeto de resolución o de una entidad puente».

<sup>495</sup> *Vid.* art. 28.3 de la Ley 11/2015.

<sup>496</sup> En tal sentido, el artículo 28 de la Ley 11/2015 solo contempla que el FROB, con carácter de acto administrativo, pueda suponer la transmisión de determinadas categorías de activos de una entidad objeto de resolución, y de alguna de sus dependientes dentro de su grupo, o de una entidad puente, a una sociedad de gestión de activos o a varias, cuando la liquidación de tales activos con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios pueda influir negativamente en los mercados financieros, o cuando sea necesaria para garantizar el buen funcionamiento de tales entidades o para maximizar los ingresos procedentes de la liquidación.

<sup>497</sup> Así lo reconoce el apartado quinto del artículo 29 de la Ley 11/2015, que admite, incluso, que el FROB pueda acordar la devolución de los activos a la entidad objeto de resolución desde varias sociedades de gestión de activos.

<sup>498</sup> La letra f del apartado cuarto del artículo 29 de la Ley 11/2015 expresamente excluye la aplicación del artículo 80 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que impone la responsabilidad solidaria de las restantes sociedades beneficiarias hasta el importe del activo neto atribuido en la escisión a cada una de ellas y, si subsistiera, de la propia sociedad escindida por la totalidad de la obligación.

ción, tal y como resulta previsto en las entidades puente, al paso que estos órganos quedan sujetos a las obligaciones de gobierno corporativo que garanticen el ejercicio de sus funciones de acuerdo con sus objetivos. Se advierte, de nuevo, una semejanza con las previsiones contractuales que son comunes en la creación de las sociedades de propósito especial respecto de la actuación exigida a sus administradores y el objeto para el cual son constituidas<sup>499</sup>.

Es más, a fin de permitir que estas sociedades también puedan captar inversión del mercado, quedan expresamente facultadas para emitir obligaciones y valores que reconozcan o creen deuda sin quedar sometidas, como excepción al régimen societario, a las restricciones anteriormente contenidas en el artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital. Este último contenía un límite cuantitativo máximo de la emisión en referencia al capital social desembolsado más las reservas que figuraran en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, siempre y cuando fueran aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda. Sin embargo, tras la reforma llevada a cabo por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, el límite cuantitativo anterior ha desaparecido, y el ámbito aplicación de la norma ha quedado limitado a la emisión de obligaciones por una sociedad española en el extranjero, por lo que parece que tal remisión haya perdido su sentido original<sup>500</sup>.

En este punto añade también varias medidas tendentes a facilitar la adopción de este mecanismo de intervención o refinanciación. Entre las que excluyen la aplicación del Derecho de sociedades, la Ley 11/2015 establece la inoponibilidad de las cláusulas estatutarias o contractuales que restrinjan la libre transmisibilidad de las participaciones –léase también acciones u otros derechos sobre el capital– y la ausencia de intervención de experto independiente, que es sustituido por la valoración de los activos que a estos efectos lleve a cabo el FROB<sup>501</sup>. Tampoco desde la perspectiva de la regulación del mercado de valores la entidad estará obligada a formular una oferta pública de adquisi-

---

<sup>499</sup> Cfr., art. 28.4 de la Ley 11/2015, con el art. 27.9 de la misma ley respecto de la responsabilidad de los miembros del órgano de administración o dirección de las «entidades puente» frente a los accionistas y acreedores de la entidad en resolución.

<sup>500</sup> *Vid.* art. 28.6 de la Ley 11/2015, con referencia en el artículo 405 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

<sup>501</sup> En este punto el apartado primero del artículo 29 de la Ley 11/2015 impone una especial protección frente a aquellas cláusulas que reconozcan cualquier tipo de responsabilidad o de compensación por el incumplimiento del régimen de transmisibilidad, y de forma similar a lo apuntado para las entidades de propósito especial, pone el acento en que las entidades, con carácter previo a la transmisión, realicen los ajustes de valoración de los activos y que el FROB determine el valor de los activos en condiciones de mercado. En todo caso, esta valoración sustituirá a la intervención del experto independiente contenida en la regulación societaria.

■ ENTIDADES DE PROPÓSITO (O COMETIDO) ESPECIAL Y OTRAS ENTIDADES...

ción, ni en términos fiscales y de la seguridad social, la transmisión comportará la asunción de deudas frente a estas administraciones públicas, todo ello a fin de facilitar la operatividad de este mecanismo de creación de sociedades gestoras de activos<sup>502</sup>.

Nótese, en todo caso, que por esta vía normativa se ordenan los mecanismos para facilitar todas estas operaciones, soslayando en lo necesario los derechos de los socios atribuidos por el Derecho de sociedades y el Derecho del mercado de valores; soluciones que, por otra parte, encuentran cierta correspondencia en las previsiones contractuales estatutarias que se introducen en la constitución de las entidades de propósito especial y más concretamente en las entidades vehiculares. Con todo, adviértase también, que el marco de relaciones en estas entidades se contraponen con el carácter imperativo de la regulación anterior, merced a su aspiración de procurar mecanismos para el saneamiento de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión en situación de resolución, y por su trascendencia en el mercado, en relación con el interés público o general que resulta afectado.

---

<sup>502</sup> En el marco de la transmisión de activos y dentro de los diferentes instrumentos de resolución, estas y otras cuestiones son tratadas en el apartado cuarto del artículo 29 de la Ley 11/2015.



## CONCLUSIONES

I. El fenómeno de las no muy bien definidas en sus contornos, básicamente económicos, «entidades de propósito especial» ha sido abordado, desde diversos perfiles normativos, en particular en el plano internacional de la contabilidad en materia de combinación de negocios y de consolidación contable, a partir de su consideración inicial como entidades «fuera de balance». Buena muestra de su trasposición normativa a nuestro ámbito es el apartado A26 de la Norma Internacional de Auditoría NIA 315 en su adaptación para su aplicación en España (NIA-ES 315). Con todo, la flexibilidad que caracteriza al *Common Law* que les da origen y su carácter utilitario dificultan aún más el labor de identificación de los distintos rasgos tipológicos de estas «entidades» y su adaptación a nuestros esquemas normativos.

Desde un perfil subjetivo se puede reconocer, al menos, la existencia de una entidad sponsor o patrocinadora, que a través de negocios jurídicos distintos de los de la tradicional aportación al capital, realiza una atribución, a título de propiedad o por otro título diferente, de bienes a otra entidad que es constituida para la realización de un «propósito» o «cometido» específico. En el plano material tiene lugar *ab initio* una «programación» de sus actividades mediante un plan de viabilidad o de negocio que prevea la financiación del proyecto que constituya su objeto y el retorno esperado de la inversión efectuada por el sponsor. Es más, la actividad puede no requerir siquiera la intervención de medios humanos, de modo que, en su caso, en ocasiones resulta totalmente «externalizada». Con ello la entidad de propósito especial viene caracterizada por una organización prediseñada y por una actuación ordinaria que, en principio, se puede calificar de «autómata».

**II.** La limitación de las deudas mediante los expedientes técnicos que reconocen este privilegio autoriza que los operadores económicos puedan recurrir a fórmulas contractuales o societarias o, incluso, a la creación de patrimonios separados. Mediante estos cauces la entidad promotora trata de aislar los riesgos que incorpora la realización de determinadas actividades de inversión, así como de obtener mejores condiciones de financiación del proyecto. En el fondo se advierte la necesidad de los operadores económicos de encontrar expedientes jurídicos que, desde un punto de vista institucional, se hallen suficientemente anclados en la realidad social y reconocidos en la jurisdicción en la que vaya a radicarse la entidad. La seguridad jurídica que acompaña a las sociedades, y en particular a las sociedades de capital, hacen que en nuestro Derecho sea esta sede la que sirva para acoger a tales entidades.

Sin perjuicio de que puedan adoptar cualquier otra forma subjetiva admitida, o incluso la figura del *trust* en aquellos países bajo la influencia del *Common Law* que autoricen esta posibilidad, todavía se ha de mantener el carácter predominante de la sociedad, en sus diferentes formas, como veste jurídica de las entidades de propósito especial. Ello no obsta, sin embargo, para que los interesados puedan acudir al negocio de la fiducia, o que determinadas relaciones puedan dar origen a la existencia del fenómeno clásico de las cuentas en participación o, en su caso, al más moderno de las *joint venture*. Es más, nuestro sistema admite otros expedientes técnicos que permiten una separación de patrimonios afectados a una particular inversión colectiva, como los fondos de pensiones y las instituciones de inversión, que pueden o no adoptar la forma de sociedad. Incluso las sociedades de inversión, que han de asumir la forma de sociedad anónima, pueden constituir «compartimentos» y emitir acciones o series de acciones que representen la parte del capital social atribuida al compartimento específico.

En todo este movimiento legislativo del reconocimiento de las entidades de propósito especial en el plano internacional, el artículo 25 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial también alude, junto a los fondos de titulización, que también pueden crear compartimentos, y a los fondos de activos bancarios, a los «fondos y vehículos de propósito especial», y atribuye su constitución, administración y representación legal a unas sociedades gestoras. Es más, el artículo 6 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, si bien en el específico ámbito de este mercado regulado, define la «entidad con cometido especial» como la «entidad, dotada o no de personalidad jurídica, distinta de una entidad aseguradora o reaseguradora existente, que asuma riesgos de entidades aseguradoras o reaseguradoras y financie ple-

namente su exposición a dichos riesgos a través de una emisión de deuda o de algún otro mecanismo de financiación en que los derechos de reembolso de los proveedores de dicha deuda u otro mecanismo de financiación estén subordinados a las obligaciones de reaseguro de dicha entidad». Con ello da carta de naturaleza a esta figura en nuestro Derecho.

**III.** Dentro de las diferentes variantes tipológicas de la figura, las entidades de propósito especial también han sido utilizadas para externalizar la deuda pública con el mismo fin de permitir una mayor tasa de rentabilidad asociada al riesgo asumido o, en su caso, para una mejor financiación de determinados proyectos. No obstante, se ha de tener en cuenta que tradicionalmente estas figuras, asociadas a la existencia de empresas públicas o mixtas para la explotación de actividades de interés público, por las ventajas que reporta el sometimiento a reglas de ámbito privado, han servido de vía para eludir ciertos controles administrativos. La práctica ha demostrado que en numerosas ocasiones el propósito perseguido de separación patrimonial y de los riesgos no ha sido logrado y su situación de insolvencia ha llevado finalmente a su «publicitación» y a la «socialización» de sus pérdidas por razones políticas o de impacto en la prestación del servicio público que realizaban.

De otra parte, al igual que sucede con los fondos y sociedades de inversión colectiva, en el ámbito de actuación de las entidades de propósito especial cabe distinguir aquellas que tienen un cometido estrictamente financiero de aquellas otras que persiguen una finalidad empresarial, generalmente asociada a la ejecución y explotación de un determinado proyecto. Entre la amplia variedad de propósitos o cometidos que suelen auspiciar estas entidades se presentan arrendamientos o titulizaciones de activos financieros, actividades de investigación y desarrollo y ejecuciones de proyectos de industriales o de obra civil. Entre estos últimos, la financiación de proyectos es usual en la construcción de infraestructuras, de grandes instalaciones industriales o de proyectos de innovación tecnológica, donde concurren actividades de investigación, desarrollo o innovación, y se extiende, asimismo, al ámbito de la programación y ejecución de obras de desarrollo urbano.

Pero también la figura puede adoptar un carácter «vehicular», y las acciones o participaciones de los inversores en la entidad de propósito especial pueden ser objeto de posterior transmisión, sin que por ello cambie la personalidad de la entidad ni los derechos que a ella correspondan. Las sociedades de capital de carácter abierto y, tras la admisión de la unipersonalidad, también las de carácter cerrado o cuando todos los socios actúen en connivencia, son las que mejor sirven para esta finalidad «vehicular». En todo caso, la sociedad

sponsor se mantiene así formalmente separada de la entidad cuyas acciones o participaciones son objeto de transmisión.

Dentro de un ámbito estrictamente financiero de la finalidad a la que obedece la creación de estas entidades, y que adquieren por ello rasgos tipológicos propios, su cometido se puede extender a actividades gestoras de activos, de valores negociables o de flujos de caja y a la recepción de derechos de la propiedad industrial o intelectual. Asimismo pueden actuar como meras estructuras de refinanciación. Particular significación en este marco asumen las actividades relacionadas con la titulización de activos y la creación de vehículos de inversión estructurada. También en este último supuesto el recurso a estas entidades resulta en su mayor parte justificado por la separación de riesgos entre el sponsor y estas entidades, con el fin último de evitar que la insolvencia de una parte irradie sus efectos sobre la otra.

La compartimentación de activos financieros puede tener lugar bien de forma separada, bien a través de diferentes estratos de responsabilidad (*tranching*). Mientras el problema de la ordenación o estructuración de activos financieros en *pooling* se vincula en mayor medida a la transparencia y a las normas de información adecuada a los inversores, particularmente en los mercados regulados, el *tranching* o la compartimentación afecta a la responsabilidad derivada de las deudas por las pérdidas que se puedan producir en el seno de la entidad de propósito especial y con ello, a los riesgos de impago. Por ello que, ante la, en ocasiones, cuestionable función de las agencias de calificación crediticia, los inversores deban adoptar las cautelas necesarias a través de diferentes pactos con la sponsor ante la depreciación del valor de los activos vinculados a la entidad de propósito especial o a alguno de sus compartimentos, como estructuras «dentro» o «fuera» de balance.

**IV.** Los planteamientos legítimos de ordenación de la carga fiscal de los operadores económicos dentro de las técnicas de la «ingeniería financiera» se ajustan a la autonomía de las diferentes jurisdicciones respecto de su política legislativa para la atracción de inversión. En las llamadas jurisdicciones *on-shore* tiene lugar el fenómeno de las llamadas «carreras hacia el fondo», mientras que las *off-shore*, mediante tratamientos fiscales favorables, dan en ocasiones cobijo a estas entidades en «paraísos fiscales». Los operadores económicos encuentran de este modo un incentivo relevante del que se pueden beneficiar, no solo en relación con el tratamiento de la imposición fiscal sobre las ganancias, sino también en consideración al marco normativo existente en cada jurisdicción.

La oferta regulatoria se extiende, por lo tanto, a los distintos expedientes jurídicos de los que se puedan servir los operadores económicos para lograr

una separación patrimonial de activos, que a su vez sirvan de «plataforma» para realizar el propósito particular perseguido. Incluso la posibilidad de constituir compartimentos estancos dentro de la entidad puede ser un incentivo relevante a la hora de considerar la utilización de una determinada forma jurídica. Todo ello se ha de enlazar con el reconocimiento por el mercado de una mutua limitación a la exposición al riesgo entre el sponsor y la entidad de propósito especial, que haga de ella una «entidad de concurso remoto». A fin de evitar la comunicación de las deudas entre las entidades, tal circunstancia puede afectar a la decisión de interponer estructuras intermedias en la formación de entidades que puedan ser consideradas «huérfanas», no solo a aquellos efectos, sino también para escapar de la obligación de consolidación contable.

Con todo, la separación en la imputación de deudas y responsabilidades, junto con la prevención de un plan de negocio o de viabilidad, pueden hacer que los terceros inversores exijan compromisos del sponsor que impongan, en caso de necesidad, la concesión de los flujos de caja necesarios para mantener la liquidez de la entidad. Es más, en determinados ámbitos, como el financiero, cuando resulte además afectado un interés público o general del mercado, mediante el reconocimiento de los llamados «riesgos sistémicos» o la prestación de servicios de interés general, la experiencia práctica de los hechos también demuestra una «socialización» de las pérdidas de estas entidades de propósito especial a fin de evitar su insolvencia.

Otro factor que incide en el recurso a esta técnica de constitución de tales entidades tiene que ver, asimismo, con la obtención de financiación a través del proyecto que se pretende acometer, en particular cuando la sponsor tenga un alto grado de apalancamiento financiero. Esta nueva entidad, dotada de un cierto patrimonio y de un plan de viabilidad, permite que los financiadores puedan tomar en consideración los rendimientos esperados por la explotación del proyecto para el que se constituya. Por lo tanto, rentabilidades de explotación o por la comercialización de los instrumentos financieros son tenidas asimismo en cuenta a la hora de obtener financiación externa en el emprendimiento del proyecto.

Desde otro punto de vista, considerada como entidad vehicular o en sí misma dispuesta para la venta, la entidad de propósito especial puede servir para amparar, bajo la personalidad jurídica que el ordenamiento jurídico le reconozca, cuantas licencias y autorizaciones sean necesarias para el desarrollo del proyecto. De este modo, en particular en el caso de las sociedades de capital, la transmisión de las acciones o participaciones permite que tales autorizaciones, licencias y activos queden en la organización. Se excluye por esta vía de transmisión mediata, la autorización de los contratantes cedidos y de las

Administraciones públicas concedentes de las autorizaciones para su comercialización o explotación.

V. Aun cuando de un tiempo a esta parte se ha venido reconociendo la creación *ex lege* de patrimonios carentes de personalidad jurídica, al objeto de canalizar y promover diferentes propuestas de inversión en nuestro Derecho, se ha de reconocer que la sociedad es, todavía hoy, un mecanismo predilecto en la adopción de la forma jurídica para los operadores económicos que constituyen entidades de propósito especial. Las sociedades, y dentro de ellas las capitalistas, por la limitación en la asunción de deudas de los socios, son un expediente que goza de una tradición y seguridad jurídica que lleva a que los operadores económicos con frecuencia acudan a sus soluciones como mejor vía para acomodar sus intereses y llevar a cabo el cometido específico pretendido.

Con todo, las entidades de propósito especial no han recibido un tratamiento hermenéutico que reconozca el conjunto de caracteres esenciales que resultan de su presencia en el mercado. La realidad de las entidades de propósito especial adquiere su total entendimiento solo respecto de las específicas finalidades pretendidas por los operadores económicos, que modelan en cada caso sus estructuras organizativas dentro de los márgenes que la regulación les permite. Por ello, entre las notas tipológicas comunes ha de ser destacado, en primer lugar, el carácter contractual que prima en esta sede, que incluye los pactos que impiden que la sociedad se pueda dedicar a otras actividades distintas a aquella para la cual haya sido constituida. Sin perjuicio de que las entidades de propósito especial puedan desempeñar varios cometidos diferentes, tales limitaciones afectan a la posibilidad de variar su objeto social.

Por otra parte, para la realización de este «propósito o cometido especial», el sponsor no aporta un capital relevante, sino que su relación con la entidad se materializa mediante la venta de activos, lo cual no supone la recepción de acciones o participaciones sociales, que es sustituida por un derecho de crédito, merced al precio aplazado que resulta de la transmisión. En la confección de la entidad adquiere, sin embargo, una mayor significación la previsión de los flujos de caja y los mecanismos de gestión del riesgo en relación con los pagos a los inversores y al sponsor, de todo lo cual es expresión el plan de negocio o de viabilidad. De otro lado, desde una perspectiva estatutaria, la fijación del domicilio es otro aspecto relevante en la conformación de estas entidades, donde tienen una singular incidencia las cuestiones fiscales o regulatorias. A este efecto, las sociedades de propósito especial de carácter financiero, sin necesidad de principal establecimiento o explotación, gozan de una amplia libertad para ubicar su domicilio. Por el contrario, ciertas limitaciones normativas generalmente

imponen que las sociedades de propósito empresarial tengan que establecer su residencia en el lugar donde radique el proyecto.

Los pactos fundacionales, a fin de satisfacer a los terceros potenciales inversores, también suelen establecer limitaciones a la duración de la entidad en atención al proyecto o cometido para el que se constituya. A estos efectos se ha de tener en cuenta que unos casos los activos financieros transferidos tendrán señaladas unas fechas de vencimiento para el cobro de los derechos que lleven incorporados, mientras que otros activos tendrán una vida útil determinada. Pero también puede ser que los instrumentos financieros puedan ser repuestos por otros nuevos y que las sociedades de carácter financiero puedan emitir nuevas obligaciones para atender a sus pagos, en la conformación de «estructuras perennes». Por otra parte, las sociedades de proyectos tendrán en principio la misma duración que la establecida para la explotación de la instalación o de la obra ejecutada, y en su caso, la de la concesión administrativa que le permita su explotación.

**VI.** Otro elemento «configurador» de las entidades de propósito especial es la designación de «administradores independientes», a fin de procurar una división orgánica y una administración diferenciada de la sponsor en el cumplimiento de las obligaciones organizativas y contables de la entidad. Ahora bien, se ha de reconocer que en virtud de los pactos fundacionales tal administración puede considerarse «autopilotada». En este orden de cosas, en las sociedades de propósito especial de carácter financiero la función administrativa puede ser meramente ejecutoria en el cobro de los intereses y de los rendimientos generados por los activos, particularmente en las sociedades de mera tenencia. En estas estructuras de «gobierno pasivo», por lo tanto, la gestión se «contractualiza», esto es, queda planificada en la constitución según el diseño adoptado en el plan de negocio, creando así una suerte de «sociedad autómatas» desde el punto de vista de su gestión.

En otros casos, sin embargo, como los de las sociedades de carácter empresarial, la gestión de la actividad para el desarrollo del proyecto usualmente requerirá una actuación proactiva en la consecución del propósito establecido. No obstante, este margen de discrecionalidad queda restringido contractualmente a aquellos aspectos de gestión ordinaria para la realización del proyecto. De este modo, los administradores solo quedan facultados para llevar a cabo aquellas funciones organizativas en la sociedad que sean esenciales para su funcionamiento. Es más, también resulta frecuente que los pactos constitutivos ordenen los criterios de distribución de ganancias o los plazos para el pago del precio por la venta de activos, así como las relaciones existentes entre el sponsor y la sociedad de propósito específico, afectando,

por lo tanto, al beneficio distribuible de cada ejercicio, y con ello a las propuestas de aplicación del resultado.

Por lo tanto, la actuación de los administradores suele quedar sujeta a los compromisos adquiridos con la sponsor respecto de cualquier decisión que suponga la promoción de la modificación o sustitución relevante del objeto social. Este criterio es extensible, por regla general, a la prórroga de la sociedad, a la adopción de medidas que determinen modificaciones estructurales, a la obligación de consolidación contable o a la decisión de adoptar la solicitud del concurso de la entidad. Tales condicionantes, sometidos en todo caso a los márgenes que conceda la regulación aplicable, se extienden igualmente a otras operaciones sobre activos, como las decisiones que afecten a activos esenciales o financieros, a la asunción por la sociedad de propósito especial de deuda más allá de la necesaria para su financiación y de la adquisición de bienes para la correcta ejecución del proyecto, o a las relaciones con otras sociedades fuera del marco del propósito establecido.

**VII.** La relación entre la sociedad de propósito especial y el sponsor se articula, al mismo tiempo, a través de un contrato de arrendamientos de servicios, que queda configurado como un contrato de gestión. A través de esta específica vía contractual, el sponsor actúa como «prestador de servicios corporativos», en su caso de carácter integral, con lo que asume labor material para el cumplimiento con todas las obligaciones formales de la sociedad de propósito especial. De este modo, el sponsor obtiene determinados ingresos por la realización de esta labor, que, en consecuencia, puede tener un impacto en los beneficios que resulten del propósito o cometido previsto.

En todo este haz de relaciones y de prestación de servicios entre las partes implicadas, también pueden ser entidades financieras «financiadoras» las que asistan, mediante la prestación de servicios, a la correcta ejecución del proyecto estructurado a través de la entidad de propósito especial. Tal intervención puede autorizarles, incluso, una cierta intervención en la designación de la composición de su órgano de administración, aun cuando haya de estar formado por administradores independientes. De este modo la entidad financiera inversora asume una función última de vigilancia del proyecto y de su implementación, lo cual a menudo se completa con la labor de valoración del riesgo atribuida a las agencias de calificación crediticia.

Se quiere hacer notar, con todo ello, que a través de estos mecanismos contractuales tiene lugar una «externalización» en las relaciones del contrato de sociedad, que tradicionalmente tienen su núcleo en las relaciones entre los socios, y por extensión a los administradores designados a través de la Junta. Aquí, sin embargo, se da una suerte de cambio de paradigma, que exige, por



otra parte, que los inversores intervengan activamente a través de los pactos que les unan a la entidad y al sponsor. A este efecto, la práctica incorpora limitaciones a la distribución de dividendos o a los pagos entre la sociedad y el sponsor, al menos hasta que no hayan sido atendidos los compromisos de pago asumidos con los obligacionistas y con otros financiadores externos de la sociedad.

**VIII.** La tenencia del capital puede no ser un factor determinante para el ejercicio del control sobre estas sociedades, donde se dan situaciones de control de corte contractual o material. El concepto clásico de control interno u orgánico no sirve, pues, para justificar una eventual relación de dependencia entre ambas entidades. Pero el control contractual, sin embargo, tampoco resulta explicitado a lo largo de la vida de la entidad mediante una dirección continuada desde el sponsor. Se trata más bien de un control contractual en origen, que se inserta en los documentos organizativos de la entidad, pero que se desenvuelve durante su vigencia a través de un control fáctico o implícito. Esto es resultado de su conformación tipológica y de los distintos contratos, entre ellos los de venta de activos y los de servicios corporativos, que unen a la entidad de propósito especial con su sponsor.

La SIC 12 ya advirtió que en las sociedades de propósito especial es frecuente que el patrocinador o sponsor obtenga un derecho de uso respecto de los activos que sean propiedad de la entidad o bien que ejecute servicios para ésta, mientras que otros terceros implicados en la operación solo actúen como suministradores de financiación. El patrocinador o sponsor obtiene así una tasa de rendimiento fijo o de retorno, al que se pueden añadir, y esto seguramente sea lo más relevante, otros acuerdos que le proporcionen derechos o acceso a otros beneficios económicos futuros de las actividades de la entidad. Por lo tanto el patrocinador puede que apenas posea o no posea participación alguna en el capital de la entidad de propósito especial, pero que por otros mecanismos conserve un cierto *animus lucrandi*, esto es, un interés en participar en los beneficios resultantes de su actividad económica, que le confiera una posición «privilegiada» respecto del resto de inversores o financiadores de la entidad.

De otro lado será igualmente relevante el reconocimiento de un «régimen «autopilotado»». Así, la NIC 27 establece una presunción de control cuando se reconozca que la entidad controladora, por cualquier medio, tenga el poder para dirigir las políticas financiera y de explotación de la entidad, según una disposición legal, estatutaria o por algún tipo de acuerdo entre las partes. En las entidades de propósito especial todos los derechos, obligaciones y otros aspectos relevantes referidos a la actividad económica resultan predefinidos y, en su caso, limitados por acuerdos contractuales o programados desde la crea-

ción de la entidad. La programación de este peculiar «autopilotaje» evidencia, por lo tanto, el ejercicio primigenio del control en el momento constitutivo, que se extiende de forma implícita durante la realización de la actividad y se expresa, básicamente, a través de la imposibilidad fáctica de modificar aquellos elementos esenciales de su organización.

En este sentido, en el Derecho patrio, también las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas reconocen la presencia de las «entidades de propósito especial» como una tipología separada de sociedades dependientes dentro del amplio fenómeno del grupo de sociedades. Acoge así la postura de la SIC 32 conforme a la cual es preciso detenerse en valorar si la entidad controladora y, por extensión, el grupo consolidable, participa en los riesgos y beneficios de la entidad. El criterio de asunción de riesgos y beneficios permite equiparar todos estos «derechos potenciales» a una «participación efectiva» que pueda, en su caso, implicar una obligación de consolidar las cuentas de las entidades implicadas. Además las NOFCAC abonan una suerte de *in dubio pro consolidatio*, de modo que, en caso de duda al respecto, las entidades de propósito especial deben quedar incluidas dentro del marco de la consolidación contable.

**IX.** Para un correcto entendimiento de la problemática que circunda a la identificación de las entidades de propósito especial desde la perspectiva del Derecho de la contabilidad, se ha de tener en cuenta el avance que supuso en la materia la FIN46 en torno al concepto de «beneficiario principal». La FIN46 estableció que cuando el patrocinador comprometía en la actividad de la entidad determinados activos y asumía ciertas obligaciones adquiría su responsabilidad por deudas, lo cual, a la postre, cuando fuera a su vez el «beneficiario principal» de su actividad, obligaba a la consolidación de sus estados financieros. En este punto, la primigenia consideración de las entidades de propósito especial como «entidades de interés variable» obedecía, de un lado, a la variación que pudiera resultar respecto de los beneficios que normalmente generara la actividad económica de la entidad y, de otra, a los flujos de caja que permitirían al sponsor obtener un pago aplazado por los activos que hubiera vendido a la entidad.

La FIN46 revisada en diciembre de 2003 pretendió evitar los costes inherentes a la consolidación siempre que, conforme a determinadas circunstancias, pudiera considerarse suficiente la mención expresa de estas situaciones en los estados financieros de las entidades que promovieran la creación de esta tipología de sociedades dependientes. Mantuvo, sin embargo, la obligación de consolidación cuando la promotora pueda unilateralmente causar la liquidación de la entidad o variar las condiciones constitutivas a fin de evitar la obli-

gación de facilitar al mercado la información financiera a la que viniera obligada. Ahora bien, la consideración de «beneficiario principal» continúa como criterio rector del control respecto de aquel que asuma la repercusión de los riesgos derivados del desempeño del cometido especial y que reciba o pueda recibir la mayor parte de los beneficios que genere la actividad, una vez atendidos los compromisos financieros asumidos con el resto de inversores.

Completa este panorama, a efectos de la obligación de consolidar, la NIIF 10 de 2011, que acude, además, a los activos, pasivos, capital, ingresos, gastos y flujos de caja comprometidos entre las partes, que evidencien la existencia de una única entidad económica. Para ello el patrocinador ha de tener un poder efectivo sobre la entidad, esto es, derechos, de cualquier naturaleza, que le permitan dirigir sus actividades relevantes, entendidas como aquellas que significativamente afecten a la obtención de rendimientos; segundo, como consecuencia de lo anterior, el sponsor ha de asumir derechos o riesgos sobre los rendimientos de la actividad; y, por último, su facultad sobre la gestión de la entidad ha de poder afectar, de cualquier manera, los rendimientos del resto de inversores.

**X.** En el marco de las exigencias de información sobre el impacto económico de las relaciones de la sociedad de propósito especial en el patrocinador o sponsor, adquieren especial relevancia aquellas informaciones relativas a la existencia de garantías contractuales otorgadas por la entidad *sponsor* u otras que entrañen cualquier asistencia financiera que pueda prestar para atender a las necesidades de tesorería de la sociedad de propósito especial. En correspondencia, contra la asistencia financiera a la que se puede comprometer el sponsor en situaciones de insolvencia de la entidad, puede ésta exigir a los inversores, en su caso, pactos de no reclamación frente a la entidad promotora en determinadas circunstancias. A lo anterior se unen específicas previsiones de sistemas de control de estos acuerdos para el mantenimiento de la liquidez de la entidad de propósito especial, así como para su solvencia en caso de eventuales incumplimientos en las obligaciones de pago.

A tal efecto, los informes de gestión de nuestras sociedades de capital han de contener una descripción de los principales riesgos e incertidumbres que afecten al desarrollo de la actividad económica. Esto tiene manifestación en cuanto atañe a la utilización de instrumentos financieros que puedan incidir en la valoración de sus activos, pasivos, situación financiera o resultados, por lo que el informe de gestión ha de hacer referencia expresa a las políticas de gestión y de cobertura del riesgo financiero de la sociedad. Es más, en este específico punto, la Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 2013

recomienda que el informe contenga la evaluación de la importancia que para la entidad tienen las operaciones fuera de balance respecto a la generación de flujos de efectivo y la evolución de la liquidez de la entidad; y, en su Tabla 10, entre las partidas a tener en cuenta para conciliar el capital regulatorio con el balance o capital contable, incorpora la «desconsolidación de entidades de propósito especial».

**XI.** Diferentes han sido los enfoques que, desde la disciplina contable, han tratado de abordar la existencia de intereses financieros implícitos en la relación entre la sociedad patrocinadora y la de propósito especial. El artículo 2 del Real Decreto 1159/2010, más allá del marco de consolidación previsto en el artículo 42 del Código de Comercio, comprende otros factores que explicitan los supuestos en lo que existe un «beneficiario principal», en atención a participación del grupo en los riesgos y beneficios de la entidad, así como su capacidad para participar en las decisiones de explotación y financieras, en su caso mediante la predefinición de sus actuaciones, en beneficio de la sociedad controladora. Bajo este manto acoge, además, la consolidación de entidades que no sean sociedades, sin que a estos efectos sea relevante ni su forma jurídica ni la radicación de su domicilio fiscal. De otro lado, la NIIF 10 pone particular énfasis en delimitar los flujos de caja existentes entre la entidad controladora y sus filiales y en la compensación de las aportaciones e inversiones realizadas por la matriz en el cómputo del fondo de comercio del conjunto.

En el entorno de las reglas que rigen el Derecho contable, una interpretación funcional del concepto de control del artículo 47 el Código de comercio debe admitir también la integración proporcional de la entidad de propósito especial en las cuentas consolidadas de las beneficiarias principales. Ello obliga, sin embargo, a indagar el margen de beneficio que se reserva cada una de las sociedades patrocinadoras, por lo que convendría acudir al criterio de equivalencia de beneficios generados por la actividad de la entidad para equiparar ambas formulaciones a efectos de la aplicación de este sistema de integración contable.

Alternativamente, el apartado tercero del artículo 47 del Código de comercio alude a la mera existencia de una «influencia significativa», que no dominante o principal, en la gestión de otra sociedad no incluida en la consolidación. Reclama entonces una participación en ella de carácter duradero y que esté destinada a contribuir a la actividad de la sociedad, en cuyo caso esta sociedad «asociada» debe figurar en el balance como una partida independiente. Con todo, la base principal para la aplicación del procedimiento de puesta en equivalencia o método de la participación vuelve ser, desde una interpreta-

ción clásica del control societario, un criterio cuantitativo sobre los derechos de voto, establecido en el veinte por ciento.

En consonancia con la figura de los «intereses que no comporten el control de la entidad» de la NIIF 10, la identificación de esta «influencia significativa» es igualmente predicable a aquellos supuestos en los que la patrocinadora tenga una cierta participación en los procesos de fijación de las políticas financiera y de explotación de la entidad. Otro tanto se puede decir respecto de la presentación de servicios de gestión entre las entidades que comporte un intercambio de personal directivo y, asimismo, cuando la entidad patrocinadora suministre información técnica esencial, especialmente en las entidades en las que el propósito especial consista en actividades de investigación y desarrollo o en la ejecución de proyectos empresariales.

Por otro lado, el artículo 43 del Código de comercio excluye la obligación de consolidar en la creación de entidades de propósito especial que tengan un carácter estrictamente vehicular, esto es, que sean creadas con el propósito de proceder, tras la realización del proyecto, a su venta a través de la cesión de la participación de la entidad patrocinadora. A falta de sujeción a consolidación contable, las relaciones resultantes habrán de aparecer en partidas separadas que especifiquen la naturaleza de la inversión y, en concreto, la existencia de un control de carácter temporal. En este orden, a la situación de control o dependencia se superpone una voluntad de su enajenación, que ha de quedar plasmada en un plan de venta o en otra forma de disposición que suponga la pérdida de tal control.

Un segundo caso relevante, aunque excepcional para la exclusión de la obligación de consolidar las cuentas, es aquel en el que existan graves restricciones que obstaculicen el ejercicio del control de la sociedad dominante sobre la dependiente. Por lo tanto, una subsidiaria puede quedar excluida de la consolidación cuando «opera bajo fuertes restricciones a largo plazo, que menoscaban de forma significativa su capacidad para transferir fondos a la controladora». No obstante, la predeterminación de las actividades en un régimen autopilotado despeja toda duda acerca de la existencia de graves restricciones que obstaculicen el ejercicio del control, puesto que el control ya queda ordenado en la fase constitutiva.

Por último, también la memoria consolidada o, en su caso, de la entidad patrocinadora habrá de informar acerca de determinados aspectos que surjan de las relaciones entre ambas entidades y sobre su impacto financiero, según se trate de una empresa del grupo, multigrupo o asociada. Entre ellas, el apartado cuarto del artículo 44 del Código de comercio añade la obligación de informar respecto de los cambios en la composición de las empresas incluidas en

la consolidación en el curso de un ejercicio, de forma que tengan oportuno reflejo en las cuentas anuales consolidadas de los ejercicios sucesivos.

**XII.** Pese a la falta, hasta fechas recientes, de un reconocimiento explícito de las entidades de propósito especial como una realidad normativa para el Derecho contable, no obstante esta realidad tipológica sí que ha recibido un tratamiento específico en el marco de las entidades financieras. En particular ha sido el Banco de España, a través de diferentes Circulares, el organismo que ha de adaptado la realidad de las entidades de propósito especial al ámbito regulatorio en este específico ámbito. Así, dentro de la sección tercera de la Circular 4/2004, en relación con la obligación de consolidación prevista en las NOFCAC, la norma cuadragésimo sexta dedica su apartado quinto a considerar la existencia de una «entidad de propósito especial» como vía de acceso de sus clientes a determinadas inversiones o para la transmisión de riesgos u otros fines, como en el supuesto de las entidades estructuradas.

El control, en virtud del apartado tercero de la norma tercera incluye, por otra parte, el supuesto en el que varias entidades, alguna de las cuales debe ser una entidad de crédito española, constituyan una unidad de decisión, aunque no exista participación entre ellas. Por otro lado, la norma sexagésimo primera de la Circular 4/2004, tras la redacción dada por el apartado 2 de la Circular 5/2013, impone que las memorias consolidadas contengan una información específica sobre los compromisos, las decisiones, que habrán de quedar suficientemente motivadas, y las previsiones de soporte financiero del grupo para atender a las necesidades de la entidad. Esta información será en todo caso relevante a efectos de justificar la obligación de consolidar las cuentas de la entidad de propósito especial dentro del grupo de la entidad de crédito.

El mismo esquema adoptado para la actual consolidación contable se percibe, sin embargo, cuando la Circular trata los intereses en empresas estructuradas, los acuerdos conjuntos y los intereses en las empresas asociadas. Tras la Circular 5/2013 también han de constar en la memoria las relaciones con las llamadas «entidades estructuradas», a las que se refiere como «como aquellas que se hayan diseñado de forma que los derechos de voto no sean el factor determinante para valorar quién controla la entidad», pero que, a falta de otros criterios de delimitación del control, no hayan sido consolidadas. En tal caso pone especial celo en que la información de la memoria recoja la naturaleza, la extensión, los riesgos asociados y los cambios de los intereses en tales entidades, incluyendo la exposición al riesgo derivado de aquéllos. A este objeto, el apartado dos bis de la norma vigésimo primera de la Circular 4/2004 aclara que este particular «interés en una entidad» atiende no solo a factores contrac-

tuales sino a cualquier otro por el que una entidad quede expuesta, por cualquier medio, a la variabilidad de los rendimientos procedentes de otra.

Con carácter general la memoria también habrá de evaluar la naturaleza, cuantía y efecto financiero de la participación de la entidad de crédito en las empresas asociadas, así como la naturaleza y los cambios en los riesgos derivados de tal participación en negocios conjuntos. Además, para las transferencias realizadas a las entidades de propósito especial es necesario, en principio, que se transmitan sustancialmente sus riesgos y beneficios o, aun no existiendo transmisión ni retención sustancial de éstos, tenga lugar la cesión del control del activo financiero. En consecuencia, estas entidades han de quedar integradas globalmente en el grupo, al igual que los fondos de titulación, cuando coloquen en el mercado los derechos de participación en los activos financieros subyacentes que posean y gestionen inversiones de inversores que no sean a su vez partes vinculadas al grupo. Además, la entidad de inversión estará igualmente obligada a la consolidación cuando la filial proporcione servicios relacionados con las actividades de inversión de la entidad en la que tenga intereses.

Se advierte con todo ello una preocupación constante, motivada por las sucesivas crisis financieras, por desarrollar regulaciones contables y por armonizar la información económica dentro de un mercado global. El problema se centra, por ende, en delimitar los pasivos incorporados o generados en el patrimonio de las entidades de propósito especial y en qué medida éstos pueden ser trasladados, por medio de los riesgos asumidos, a las entidades promotoras, especialmente cuando se trate de entidades de crédito. Toda esta normativa, surgida al calor de la crisis económica, busca dar adecuada respuesta, a través de las exigencias informativas de los estados financieros, al impacto económico que pueden ocasionar las relaciones existentes entre ambas entidades.

**XIII.** En el plano jurídico, el carácter contractual en las entidades de propósito especial, aun por vía de las relaciones implícitas, adquiere un carácter predominante frente a criterios organicistas para ordenar la actuación de la sociedad. Esto tiene una incidencia directa en la actuación de los administradores, tanto en la representación de la sociedad en el mercado, como en su ámbito organizativo, principalmente, mediante restricciones contractuales a la modificación o sustitución del objeto social y a la adopción de otras decisiones que afecten al diseño original de la sociedad. Por ello, su obligatoriedad para los administradores se articula a través de sanciones específicas o cláusulas penales.

Desde la perspectiva del «derecho blando», los informes de buen gobierno ya hace algún tiempo venían recomendando que el Consejo de administra-

ción de las sociedades cotizadas debía prestar especial atención a la organización del grupo de sociedades, evitando en lo posible estructuras artificiales y complejas. Según este principio de «conoce tu estructura» el Consejo en pleno debía responsabilizarse de la creación de entidades de propósito especial, esto es, de cualesquiera «vehículos» que, a pesar de tener personalidad jurídica propia, tuvieran una finalidad meramente instrumental y estuvieran controladas por el grupo de la sociedad cotizada.

El artículo 529 ter de la Ley de sociedades de Capital, tras la reforma para la mejora del gobierno corporativo, ha solidificado la recomendación y establece esta decisión en el marco de las facultades indelegables del consejo, con lo cual reconoce su carácter estratégico. La singular atención que el legislador presta a las entidades de propósito especial es corroborada por la asignación a la Comisión de auditoría, obligatoria para las sociedades cotizadas, en el artículo 529 quaterdecies de la Ley de sociedades de capital de, entre otras funciones, informar, con carácter previo, al consejo de administración «sobre la información financiera que la sociedad deba hacer pública periódicamente» y, en concreto, sobre «la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial». En consecuencia, en la creación o participación en esta tipología de entidades habrán de intervenir, primero, el consejero delegado, los directivos u otros comités ejecutivos que la interesen, la operación habrá de ser informada por la Comisión de auditoría y, finalmente, será necesaria la aprobación del Consejo de administración.

**XIV.** La venta de elementos que permitan el inicio de la actividad económica de la entidad de propósito especial en el momento constitutivo, a la que se une la posibilidad de incorporar contratos de suministro y contratos de servicios que aseguren una cierta rentabilidad a la sociedad patrocinadora, constituye otro de los elementos sobre los que pivota la formación de la entidad y las posteriores relaciones entre las partes. Frente a la aportación a la sociedad, como un rasgo tipológico tradicional en las sociedades de capital, en las sociedades de propósito especial la participación en el capital generalmente carece de relevancia para el sponsor. La venta en firme de los activos es, por el contrario, el medio para conferir seguridad jurídica a potenciales inversores interesados en la participación en el proyecto, que queda así deslindado de cualquier afectación patrimonial por la relación existente entre la entidad promotora y la nueva sociedad.

Pero la transmisión de uno o varios bienes necesarios para la realización de la actividad, cuando se trate de una entidad patrocinadora que adopte la forma de sociedad de capital, se ha de poner asimismo en relación con la letra f del artículo 160 de la Ley de sociedades de capital que, tras la reforma, confiere



a la Junta general la decisión relativa a «la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales». Por lo tanto, la constitución de entidades de propósito especial ha de tener en cuenta, si bien no siempre será así, que, atendiendo a la envergadura del proyecto y del patrimonio afectado por la sociedad promotora, puede ser necesaria la obtención del acuerdo de la Junta general al objeto de prestar el consentimiento necesario para que la venta se lleve a cabo.

Ya en el ámbito orgánico de las sociedades de propósito especial, la predefinición de los contornos de su actuación, en concreto a través de las correspondientes previsiones estatutarias, limita la discrecionalidad de la Junta general para decidir acerca de las cuestiones respecto de las cuales la ley le atribuya específicas competencias. Mediante la introducción de mayoría reforzadas tiene lugar lo que se podría definir como una «fossilización» o una «petrificación» de la Junta. Esto puede provenir de los acuerdos fundacionales o de los estatutos sociales, dentro de los márgenes de libertad de configuración de la sociedad, o incluso de los acuerdos de socios, pero también puede tener su origen en las exigencias de los inversores externos, a la sazón financiadores de su actividad. A este fin, los financiadores del proyecto pueden asumir una cierta participación en el capital de la sociedad de propósito especial para, como «socios independientes» de la sponsor, y en virtud de las reglas de abstención en los casos de conflictos de intereses, gozar de un poder de veto, en protección su posición como acreedores.

En este entorno de relaciones externas, en determinados ámbitos juegan un papel protagonista las agencias de calificación crediticia y las eventuales situaciones de conflictos de intereses que se puedan dar en esta sede, a lo cual se ha de añadir el remozado régimen de la auditoría de cuentas. Pero en este punto la predefinición de la actividad de las entidades de propósito especial, que caracteriza su configuración, restringe las posibilidades de eventuales situaciones de conflicto de intereses entre el administrador y la sociedad. Más bien será en el entorno de las relaciones con las entidades promotoras, y en su caso con sus administradores, el lugar donde mejor encaje encuentre este conflicto de intereses, en particular ante la existencia de contratos de prestación de servicios que impongan la consideración de ambas partes como especialmente relacionadas; e igualmente a la hora de la determinación del precio razonable a valor de mercado en la venta de los activos transferidos a la entidad de propósito especial.

**XV.** Es frecuente en estas entidades que sus instrumentos constitutivos comprendan aspectos que tratan de separar de forma absoluta la identidad o personalidad jurídica concedida a estas entidades de la propia de la entidad

que las crea. Esto se logra mediante la introducción, entre otros, de criterios que permitan atribuir a los administradores de la sociedad la condición de administradores independientes; en particular, a través de determinadas previsiones en su conformación tipológica que lleven expresamente a imponer que hayan de atender exclusivamente a los intereses de la sociedad. Tampoco ello es óbice para que los estatutos sociales contengan específicos criterios de protección en favor de los inversores y financiadores, de modo que se antepongan, en cualquier caso, las exigencias de una adecuada solvencia de la entidad, o que los acuerdos constitutivos exijan que, para iniciar la solicitud voluntaria del concurso de acreedores, deba concurrir el acuerdo unánime de todos sus administradores independientes.

Con ello se pretende, en suma, posponer la manifestación de la insolvencia en la medida de lo posible, para no dañar la imagen de la entidad en el mercado, o bien a fin de adoptar otras medidas que permitan su superación. Pero la construcción de estructuras de «control remoto», como mecanismo de prevención de la afectación de la «insolvencia» de los patrimonios de las diversas entidades implicadas, puede incorporar otras previsiones en las relaciones con los financiadores, como sujetos diferenciados de la entidad patrocinadora. Con todo, la finalidad última del sponsor será la de adoptar las precauciones necesarias para evitar que la insolvencia, propia o de la entidad de propósito especial, se extienda de la una a la otra.

**XVI.** En las sociedades de propósito especial los derechos de carácter político del socio resultan relativizados en pos no ya de unos derechos de carácter económico, pues éstos quedan previamente diseñados en su régimen de funcionamiento, sino a través del reconocimiento de unos beneficios sobre el resultado de la actividad programada. El carácter instrumental que se ha de reconocer a toda persona jurídica que actúa en el mercado puede albriciar propósitos legítimos de desarrollo de una actividad económica de manera autónoma en el mercado. No obstante, en otros casos, las entidades de propósito especial pueden encubrir estructuras «paragrupales» o que huyen del contorno del grupo de sociedades para perseguir otros intereses espurios mediante la utilización fraudulenta de la personalidad jurídica o en abuso de derecho a través de conductas contrarias a la buena fe.

En esta sede la doctrina del levantamiento del velo permite que una visión analítica del fenómeno pueda adentrarse en las características que impregnan este contrato de organización que constituye la sociedad y que adquiere unas específicas connotaciones cuando se trata de una sociedad de propósito especial, provista de unos específicos pactos de funcionamiento. No obstante, en el sistema financiero esta forma de actuar ha dado lugar críticas

que no han llevado a restringir su utilización, sino que, admitida su legitimidad, han tratado de atajar los riesgos de aprovechamiento de la figura para fines espurios, con el fin último de mejorar el funcionamiento de los mercados financieros y limitar los llamados riesgos sistémicos.

En el enfoque que se debe darse a esta problemática es frecuente distinguir entre diferentes grupos de casos de los cuales se pueda concluir una injerencia indebida dentro del comportamiento de la sociedad, entendida como entidad autónoma y, por lo tanto, ordenada para unos fines que le son propios. Las operaciones sobre activos pueden llevar a una confusión de patrimonios cuando sean utilizados de forma conjunta o indistinta por ambas entidades y su transmisión pueda a su vez causar un perjuicio a terceros. En concreto, la venta de activos puede ser empleada con el objeto de distraer determinados elementos patrimoniales de la sociedad y, como venta en firme, incorporarlos a una entidad de propósito especial con el único fin de que tales elementos no respondan de las deudas de la entidad patrocinadora. En tales supuestos, si bien en consideración al resto de circunstancias concurrentes y entendiéndose a la excepcionalidad de esta doctrina según criterios de justicia material, los afectados por este proceder, incluso cuando puedan ser socios externos de la entidad patrocinadora, pueden reclamar su aplicación para extender la responsabilidad por deudas a la entidad beneficiaria.

Otro aspecto que incide la aplicación de la doctrina del alzamiento del velo atañe a la existencia de una dirección unitaria. Pero en las entidades de propósito especial el control se ha de reputar implícito, esto es, viene predefinido a la hora de su constitución, toda vez quede delimitado el objeto social específico al que la entidad se va a dedicar, las facultades del órgano de administración para llevarlo a cabo y la disponibilidad de recursos y las pertinentes obligaciones de pago en previsión de la obtención de ingresos. Ahora bien, la dirección programada no autoriza *per se* el levantamiento de velo de la personalidad jurídica, pues de la dirección unificada ha de resultar un efectivo abuso de la institución que, no obstante el carácter instrumental mediante la ficción jurídica que representa la sociedad, cause un perjuicio ilegítimo a un tercero. Cuestión distinta será que tales transacciones se realicen en condiciones diferentes de las de mercado o que tengan una finalidad fraudulenta para atender a otros intereses distintos de los de la sociedad, o incluso que persigan la evitación del cumplimiento de ciertas obligaciones.

Por otra parte, en el marco de las sociedades y *lato sensu* de las entidades de propósito especial de carácter financiero, en ocasiones denominadas «vehículos financieros», los instrumentos y los activos financieros que se transmitan a la entidad de propósito especial carecen de vinculación alguna con un terri-

torio concreto, en particular en las titulaciones sintéticas, merced a la globalización de los mercados. La utilización de las entidades de propósito especial puede obedecer entonces a legítimos propósitos de la separación de patrimonios y de diversificación de los riesgos o a la búsqueda de tratamientos fiscales más favorables. En este ámbito la doctrina del levantamiento del velo puede encontrar encaje cuando los derechos de los acreedores, de los socios o de los terceros se vean afectados por la creación de estas entidades con el único propósito de la distracción de activos so pretexto de mejores rendimientos por un tratamiento fiscal favorable.

Desde otro perfil, las sociedades de propósito especial pueden carecer del sustento de un capital adecuado para el desarrollo de la actividad, que es sustituido por la venta de activos y por otras transmisiones y servicios que permitan dar virtualidad al proyecto. Se externaliza con ello toda la vertiente operativa, de modo que la sociedad carece de capacidad por sí misma, con sus estructuras empresariales, para dirigir sus actividades y para distribuir sus beneficios. En consecuencia, sus necesidades de financiación vendrán establecidas por el programa de viabilidad y de negocio previamente diseñado, que no obstante la previsión de un margen de maniobra, admite que la entidad patrocinadora pueda insuflar la financiación oportuna en caso de necesidad y en atención a la evolución de los flujos de caja que genere su actividad.

A esto se añade que las transacciones con activos financieros no entrañan actividades empresariales *stricto sensu*, sino meras actividades especulativas, por lo que exigen una cautela reforzada desde el Derecho. En los casos en los que la actividad sea meramente especulativa, la sociedad de propósito especial no tenga autonomía financiera fuera del marco del programa de financiación y se encuentre infracapitalizada, también cabe traspasar su autonomía formal para buscar la extensión de la responsabilidad a la entidad patrocinadora. Refuerza esta opción el reconocimiento de relevantes restricciones en la capacidad de decisión de sus órganos. El traspaso de la personalidad jurídica se percibe entonces como un mecanismo adecuado cuando el sponsor trate de obtener un provecho ilegítimo de la figura en perjuicio de los demás intereses concurrentes, en particular el de los acreedores sociales, que resulten afectados.

**XVII.** El fundamento último de la constitución de la sociedad de propósito especial es mantener los bienes transmitidos como un patrimonio separado de la entidad patrocinadora a los efectos de una eventual insolvencia. Tal configuración excluye que el control requiera una manifestación efectiva durante la vida de la sociedad, al paso que permite que la entidad patrocinadora traslade los riesgos derivados de la actividad económica. Mediante este expe-

diente técnico de separación de patrimonios, la patrocinadora evita que la insolvencia de cualquiera de las dos se comunique, en principio, a la otra. Es más, suelen ser los inversores ajenos a la entidad promotora los que exigen la inclusión de estas cláusulas que garanticen la autonomía, al menos formal, de la entidad de propósito especial.

A través de la transmisión de activos «en firme» entre la entidad patrocinadora y la entidad de propósito especial esta última dispone de un determinado patrimonio de afectación para el cumplimiento de sus obligaciones. Se trata, en definitiva, de establecer por vía contractual una actuación autónoma de la entidad de propósito especial en el mercado, sin la intervención o injerencia de su promotora. Adicionalmente, es también frecuente, a estos efectos, la prohibición de prestación de garantías entre ellas y de asunción de obligaciones o de cualquier otra actividad que pueda suponer una confusión con los activos materiales o financieros de la otra entidad, sin perjuicio de su autorización y de la concesión de cláusulas de no recurso por parte de los financiadores en determinados casos.

Por otro lado, la actuación de los administradores, aun cuando sean considerados independientes, se encuentra, si bien no limitada al exterior, sí condicionada o predefinida por los pactos fundacionales. Tales pactos pueden exigir la aprobación por una mayoría reforzada o, incluso, la unanimidad de los administradores independientes dentro del órgano de administración para que la sociedad pueda instar la solicitud del concurso. En el plano externo, sin embargo, su inactividad no excluye su responsabilidad por las deudas nacidas con posterioridad a la causa de disolución, por lo que, merced a que estas limitaciones afectan al sistema societario en su conjunto y al interés de los acreedores, su introducción no puede perjudicar los derechos que les son reconocidos en el marco de la insolvencia.

**XVIII.** Una visión integradora permite reflejar la realidad de las entidades de propósito especial, aun cuando no tenga su correspondiente manifestación dentro del concepto tradicional del grupo de sociedades. No obstante, llegados a este punto es necesario distinguir entre una consolidación contable o formal y una consolidación denominada material. Aun cuando la entidad patrocinadora asuma la condición de «principal beneficiaria», lo cual implique una obligación de consolidación contable que se puede denominar «formal», tal condición no supone, en modo alguno, la imposición de una «consolidación material» o de masas en el procedimiento concursal.

Tampoco la existencia de «concursos conexos», en relación con el control, debe ser confundida con una «consolidación material» de los patrimonios de las entidades concursadas. La tramitación conjunta o acumulada supone

únicamente la coordinación de los concursos, sin que ello implique la consolidación de las masas. Aun cuando a lo largo del articulado la identificación del grupo y la confusión de patrimonios aparezcan indistintamente como motivos de concurso conjunto, también, a su vez, se ha de destacar que ambas son tratadas como causas separadas. Por otra parte, en el tratamiento del fenómeno grupal, además de la confusión de patrimonios, la doctrina del alzamiento del velo de la personalidad jurídica permite integrar cualesquiera otras situaciones que den pie a su aplicación a partir del reconocimiento de una realidad material superpuesta a la personalidad jurídica de las entidades formalmente autónomas que permita esta «consolidación de masas». Y todo ello sin perjuicio de la asunción expresa o implícita de riesgos, en compensación de su posición de «principal beneficiaria», por parte de la entidad promotora, en la que se manifieste una ligazón de la responsabilidad por deudas y que influya en el tratamiento que se haya de dar a la insolvencia de la entidad de propósito especial.

Son comunes en este ámbito las referencias a operaciones vinculadas, extraordinarias o fuera de los negocios ordinarios sin atender a los criterios de mercado y a la prestación de garantías no retribuidas entre estas entidades. Incluso la remisión a la doctrina de los «grupos por apariencia» frente a terceros o a la intervención de una entidad en el marco de las relaciones contractuales con terceros de la otra puede tener un carácter indiciario de la existencia de una cierta «dirección económica» unificada. Ahora bien, solo cuando las relaciones financieras no atiendan a criterios de mercado o sean utilizadas para generar situaciones de iliquidez en la entidad que finalmente resulte insolvente puede hablarse de prácticas generadoras o agravantes del estado de insolvencia que afecten a la posición de cualquiera de las partes. Por todo ello conviene que la relación quede suficientemente delimitada y que las transacciones entre la sponsor y la entidad de propósito especial se sujeten a valores de mercado, en relación con las llamadas «operaciones vinculadas».

Sirven todas estas cautelas como «escudos protectores» ante eventuales acciones de reintegración para proteger a la masa de los actos que se reputen perjudiciales, incluso cuando no medie una intención fraudulenta. Por consiguiente, será también de interés para el resto de inversores de la entidad de propósito especial que su constitución se ajuste a los parámetros que permitan constituir la entidad como un organismo autónomo. De otro lado, el riesgo de separación de la masa activa se advierte cuando la transmisión de activos entre la entidad sponsor y la entidad de propósito especial no sea en firme, esto es, cuando aquella se reserve cualquier derecho sobre su propiedad o la relación se articule a través de un arrendamiento del bien o simplemente un comodato o préstamo de uso.

De otro lado, en la formación de la masa pasiva se ha de tener en cuenta la clasificación de los créditos en favor del sponsor como créditos subordinados, en atención a la condición de personas especialmente relacionadas de las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso. Se trata, por lo tanto, de un «riesgo potencial» o una ««peligrosidad abstracta» de utilización de estas estructuras para ilegítimamente incidir en la *par conditio creditorum*. En todo caso, la desconfianza con la que el legislador mira al grupo de sociedades, aun cuando las relaciones dentro él se sometan a precios de mercado y resulten formalmente documentadas y contabilizadas, provoca en la práctica la búsqueda por los operadores económicos de otras fórmulas que permitan una separación radical entre la entidad promotora y la entidad de propósito especial mediante las denominadas «sociedades huérfanas».

No obstante, la atribución a la entidad patrocinadora de la condición de principal beneficiaria de estas estructuras, incluso a través de un control indirecto, permite soslayar cualquier consideración formal a estos efectos, y reconocer otras vías de pertenencia de la entidad concursada al grupo, si no de sociedades, sí al menos de entidades, como una realidad subjetiva distinta de la del «grupo de empresas». Junto a lo anterior, la designación de administradores independientes puede ser asimismo objeto de revisión cuando aparezcan en la realidad material como meros «hombres de paja» o testaferros sometidos a la dirección de un administrador de hecho, de modo que por esta vía se pueda acreditar también la existencia de un control efectivo desde la entidad patrocinadora.

**XIX.** La regulación concursal, tanto en el convenio como en la liquidación, como soluciones a la insolvencia, admite la transmisión, total o parcial, de la organización empresarial como «unidad productiva». La figura de la entidad de propósito especial vuelve a presentarse como un expediente técnico hábil para promover esta opción, limitando, por otra parte, la responsabilidad de los inversores interesados. El «convenio de asunción», por el que el adquirente se comprometa a la continuidad de la actividad empresarial de las unidades productivas a las que afecte, exige la presentación de un plan de viabilidad en el que el adquirente especifique los recursos y los medios y condiciones con los que cuente para su obtención y, en su caso, los compromisos de su prestación por parte de terceros.

Se da carta de naturaleza en esta sede a los esquemas negociales propios de las entidades de propósito especial, en consideración a las diferentes relaciones implicadas para su implementación. En la liquidación, por otro lado, la falta de solvencia económica del oferente y de los medios humanos y técnicos

a su disposición para la continuación de la actividad puede ser suplida, en su caso, por los compromisos de prestación de servicios asumidos por la entidad patrocinadora. Y también pueden ser traídas a esta instancia las consideraciones sobre las operaciones apalancadas en las propuestas de convenio con transmisión de empresa y las garantías que pueda prestar la entidad promotora.

**XX.** En las entidades de propósito especial de carácter público la actividad de reestructuración del sector público empresarial y la asistencia financiera que puede percibir trae causa de una denominada «obligación moral» por mor del servicio de interés general al que atienden. La necesidad de dar cobertura a intereses generales o públicos ha demostrado, en muchas ocasiones, que su insolvencia es resuelta mediante su «rescate», es decir, a través de nueva financiación por el ente administrativo que las crea, cuando no por otras instancias supranacionales. Esto ha llevado, por otra parte, como resultado de un Derecho nacido al calor de la crisis económica, a previsiones específicas para la insolvencia de entidades concesionarias de obras y servicios públicos o contratistas de las Administraciones Públicas, que obedece a razones urgentes de interés general orientadas al aseguramiento y mantenimiento de la prestación de los servicios públicos.

En el específico ámbito de actuación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios, establece diferentes formas de reestructuración empresarial, entre ellas, la transmisión de activos o pasivos a una entidad puente o a una sociedad de gestión de activos. Con carácter general se exceptúa en esta sede la aplicación tanto de los requisitos procedimentales del Derecho del mercado de valores como el régimen que reconoce derechos al socio para la adopción de decisiones que afecten a su posición de la sociedad. En cierta medida, ello viene a coincidir con la irrelevancia que puede tener la participación de la entidad patrocinadora en el capital de la entidad de propósito especial, de modo que los derechos sociales sobre el capital carecen de importancia en orden a la adopción de decisiones por los órganos sociales, en particular, por la Junta general, como pretendido órgano soberano de la sociedad.

La «entidad puente» a la que se transfiera la parte salvable de la entidad en resolución muestra una vocación hacia la puesta a disposición de los activos para la venta que la aproxima a la configuración de las entidades de propósito especial de carácter «vehicular». También en este caso, la venta de los activos ha de tener lugar en firme y a precios de mercado como medio de separación patrimonial y, en virtud de su específica normativa, estas transmisiones quedan eximidas, si bien aquí *ex lege*, de una eventual rescindibilidad en los términos



del artículo 71 de la Ley Concursal. Posteriormente la venta de la entidad en sí, o bien de sus activos y pasivos, ha de ajustarse a procedimientos competitivos, transparentes y no discriminatorios, y su realización, igualmente, a condiciones de mercado. Esta continua referencia a criterios de mercado a lo largo de todo el proceso vuelve a mostrarse como un elemento coincidente con la técnica negocial de la separación de activos en las entidades de propósito especial, consideradas como entidades de «insolvencia remota».

Por otro lado, la regulación, a este efecto y en relación con la función que les es asignada, solo permite la reclamación de responsabilidad a los administradores de la sociedad en los casos de faltas o infracciones graves que afecten directamente a los derechos de los socios de la sociedad afectada por este mecanismo o de los terceros. Esto, a su vez, se ha de poner en conexión con la actuación de los administradores de las entidades de propósito especial y con el régimen de «administración autopilotada», que restringe, al menos desde una perspectiva de su fuero interno, su margen de discrecionalidad.



## BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV., *Los acuerdos de refinanciación y de reestructuración de la empresa en crisis: autonomía de la voluntad e insolvencia empresarial* (dir. J. A. García-Cruces González), ed. Bosch, Barcelona, 2013.
- *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración* (dirs. A. Díaz Moreno, F. J. León Sanz), ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2015.
- *Background Paper (DITEG) núm. 9, Definition of Special Purpose Entities*, ed. Balance of Payments and Financial Accounts Department, Nederlandsche Bank, 2002.
- *Behind the Corporate Veil: using corporate entities for illicit purposes*, ed. OECD Publications Service, París, 2001.
- *Effect analysis de International Accounting Standards Board (IASB) la IFRS 10 Consolidated Financial Statements and IFRS 12 Disclosure of Interests in Other Entities*, septiembre 2011.
- *Enhancing corporate governance for banking organisations*, Basel Committee on Banking Supervision, 2006.
- *Principios de gobierno corporativo del G20/OCDE (G20/OECD Principles of Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors)*, ed. OCDE, septiembre 2015.
- *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence: A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, 2002.
- *Report on Special Purpose Entities*, Basel Committee on Banking Supervision, The Joint Forum of the International Organisation of Securities Commissions and the International Association of Insurance Supervisors, Bank for International Settlements Press & Communications, Basilea, Suiza, septiembre 2009, págs. 1-107.
- *El trust en el derecho civil* (dir. E. Arroyo i Amayuelas), ed. Bosch, Barcelona, 2007.

- AHMED, A./KILIC, E./LOBO, G., «Does recognition versus disclosure matter? Evidence from value-relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instruments», *The Accounting Review*, núm. 81, 2006, págs. 567-588.
- ALFONSO SÁNCHEZ, R., «Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad: artículo 228», *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital (Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo)*, ed. Bosch Wolters Kluwer, Hospitalet de Llobregat (Barcelona), págs. 187-239.
- ALONSO LEDESMA, C., «La transmisión de la empresa o de unidades productivas del empresario insolvente como contenido del convenio concursal», *Transmisión de empresas y modificaciones estructurales de sociedades* (dirs. J. M. Beneyto Pérez y R. Largo Gil), ed. Bosch, Barcelona, 2010, pág. 569 ss.
- ÁLVAREZ MELCÓN, S., *Cuentas anuales consolidadas*, ed. Pirámide, Madrid, 2016.
- ÁLVAREZ VEGA, M. I., «Soluciones concursales y paraconcursoales a la crisis de empresa: La función conservativa del concurso de acreedores en la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal», *Revista de Derecho Privado*, 2004, págs. 573-610.
- ÁLVAREZ VEGA, J. M., «La sociedad conjunta», *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas* (dirs. J. M. Álvarez Arjona/A. Carrasco Perera), ed. Aranzadi, Pamplona, 2001.
- ANTEQUERA PARILLI, R., *Derechos intelectuales y derecho a la imagen en la jurisprudencia comparada*, ed. Fundación AISGE, Madrid, 2012.
- ARENSEN, E., *et al.*, «Subprime mortgage defaults and credit default swaps», *The Journal of finance*, vol. 70, núm. 2, 2015, págs. 689-731.
- ARGÜELLES MONTES, R., «Información más allá de las cuentas anuales del informe de gestión al Management Commentary», *Partida doble*, núm. 184, 2007, págs. 46-61.
- ARLT, R., *True Sale Securitisation unter besonderer Berücksichtigung der Rechtslage in Deutschland und Italien*, ed. Duncker & Humblot, Berlin, 2009.
- «Patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane», *Contratto e Impresa*, núm. 20 (1), 2004, págs. 323-356.
- ARMOUR, J./HANSMANN, H./KRAAKMAN, R., «Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement», en *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009.
- ARONOFF, D., *The Financial Crisis Reconsidered: The Mercantilist Origin of Secular Stagnation and Boom-Bust Cycles*, ed. Palgrave MacMillan, Londres, 2016.
- ÁVILA DE LA TORRE, A., «Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de abril de 2008: Infracción del artículo 52 de la Ley de Ordenación de Transportes Terrestres. Transmisión a un tercero por parte de dos consejeros delegados de todo el activo de la empresa, dejando a la sociedad sin actividad social, y todo sin conocimiento ni consentimiento de la junta general de accionistas. Responsabilidad profesional del notario», *Cuadernos civitas de jurisprudencia civil*, núm. 79, 2009, págs. 171-184.

- AYALA BLANCO, J. L., «Artículo 75», *Comentarios a la legislación concursal* (dirs. J. Sánchez Calero y V. Guilarte), ed. Lex Nova, Valladolid, 2004.
- BARTALENA, A., «I patrimoni destinati: due posizioni a confronto. I patrimoni destinati ad uno specifico affare», *Rivista di diritto commerciale*, núm. 1, 2003, págs. 83-106.
- BARTH, M./CLINCH, G./SHIBANO, T., «Market effects of recognition and disclosure», *Journal of Accounting Research*, núm. 41, 2003, págs. 581-609.
- BASLER-GRETIC, P., *et al.*, «Gesellschaftsrecht», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, pág. 193-207.
- «Insolvenzrecht», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 208-216.
- BATCHVAROV, A./COLLINS, J./DAVIES, W., «Key Consideration for Master Trust Structures», *The Handbook of European Structured Financial Products*, ed. Wiley, Hoboken, Nueva Jersey, 2004, págs. 131-141.
- BAUDISTEL, K. J., «Bankruptcy-Remote Special Purpose Entities: An Opportunity for Investors to Maximize the Value of their Returns while Undergoing more Careful and Realistic Risk Analysis», *Southern California Law Review*, vol. 86, núm. 6, 2013, págs. 1309-1341.
- BEATTY, A./BERGER, P./MAGLIOLO, J., «Motives for forming research & development financing organizations», *Journal of Accounting and Economics*, núm. 19, 1995, págs. 411-442.
- BERLE, A. A., «Corporate Powers as Powers in Trust», *Harvard Law Review*, núm. 44, 1931, págs. 1049 ss.
- «From Whom Corporate Managers Are Trustees; A note», *Harvard Law Review*, núm. 45, 1932, pág. 1365 ss.
- BERLE, A. A./MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, ed. Macmillan Publishing Co., Nueva York, 1932.
- BOLDÓ RODA, C., «Deber de evitar situaciones de conflicto de interés y personas vinculadas a los administradores: artículos 229 y 231», *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital* (coord. L. Hernando Cebriá), ed. Bosch, 2015, págs. 241-280.
- *Levantamiento del velo y persona jurídica en el derecho privado español*, 4.<sup>a</sup> ed., ed. Aranzadi, Navarra, 2006.
- BONARDELL LENZANO, R., *Régimen jurídico de la contabilidad del empresario*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2012.
- BOSS, J., *Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungszweckgesellschaften im Lichte der Finanzkrise*, ed. Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main, 2012.
- CARPENTER, H., «Special-Purpose Entities: A Description of the Now Loathed Corporate Financing Tool (How Enron Used Them to Manipulate Financial Statements and a Recommendation for New Disclosure Standards Raison D'êre: Risk Management or Financial Manipulation?)», *Mississippi Law Journal*, vol. 72, núm. 3, págs. 1065-1098.

- CHALLE, E., *et al.*, *Equilibrium Risk Shifting and Interest Rate in an Opaque Financial System*, Ecole Polytechnique, Centre National de la Recherche Scientifique, 2012.
- CHRIST, A. D., *Verbriefungsplattformen nach IFRS (Konsolidierungsprüfung von Zweckgesellschaften)*, ed. Springer Fachmedien, Wiesbaden, 2014.
- CLARET Y MARTÍ, P., *De la fiducia y del «trust». Estudio de Derecho comparado*, ed. Bosch, Barcelona, 1946.
- CLEMENT W. R./MILLER, H. S., «Special Purpose Entities (Barely) Survive First Bankruptcy Test», *Probate & Property*, vol. 25, 2011, págs. 31-35.
- COASE, R. H., «The Nature of the Firm», *Economica*, núm. 4, 1937, págs. 386-405.
- *La empresa, el mercado y la ley*, versión española de Guillermo Concome, revisión técnica de Carlos Newland y Silvia Tedesco, ed. Alianza Economía, Madrid, 1994.
- CONAC, P. H./ENRIQUES, L./GELTER, M., «Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy», *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, núm. 4, 2007, págs. 491-528.
- DE ÁNGEL YÁGÜEZ, R., *La doctrina del «levantamiento del velo» de la persona jurídica en la jurisprudencia*, 5.ª ed., Thomson-Civitas, Madrid, 2006.
- DE ARESPOCHAGA, J., *El trust, la fiducia y figuras afines*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2000.
- DE CASTRO BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Madrid, ed. Civitas, 1985.
- «Ofensiva contra el concepto de persona jurídica», *Anuario de derecho civil*, 1961, t. XIV-IV, pág. 943 ss.
- DE LA CUESTA RUTE, J. M., «El convenio concursal y la conservación de la empresa», *Estudios sobre la Ley concursal, libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. 4, 2005, págs. 4483-4507.
- DE LOS RÍOS SÁNCHEZ, J. M., *Comunidad de bienes y empresa: un replanteamiento de las relaciones entre comunidad y sociedad*, ed. McGraw-Hill Interamericana de España, Madrid, 1997.
- DEL VAL TALENS, P., «Los consejeros independientes ante el activismo accionarial», *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 136, 2014, págs. 235-267.
- DECHOW, P./MYERS, L./SHAKESPEARE, C., «Fair value accounting and gains from asset securitizations: a convenient earnings management tool with compensation side benefits», *Journal of Accounting and Economics*, núm. 49, 2010, págs. 2-25.
- DEMOTT, D., «The Mechanisms of control», *Connecticut Journal of International Law*, núm. 13, 1999, págs. 233-255.
- DIANGELO, C./BARGOZ, R. I./MATTHEWS, D. J., «ZING VII: Implications for the Bankruptcy Remoteness of Special Purpose Entities», *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, vol. 8, núm. 2, 2012, págs. 115-120.
- DITTRICH, K., «Strukturierte Finanzierungen», en *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013 págs. 35-39.
- DRINHAUSEN, F., «Gesellschaftsrechtliche Behandlung», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 53-80.

- DUNAWAY, B., «Law of Distressed Real Estate, Special Purpose Entity (SPE/SPV) and Bankruptcy Remoteness», *Law Of Distressed Real Estate*, ed. Thomson Reuters, 2010.
- DUQUE DOMÍGUEZ, J. F., «El concurso del grupo de empresas en la Ley Concursal», *Derecho concursal: estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal* (dirs. M. García Villaverde/A. Alonso Ureba/J. Pulgar Ezquerro), ed. Diles, Madrid, 2003.
- EMBID IRUJO, J. M., «Interés del grupo y ventajas compensatorias. Comentario de la sentencia del Tribunal Supremo (Sala Primera) de 11 de diciembre de 2015», *Revista de derecho mercantil*, núm. 300, 2016, págs. 301-320.
- «El derecho de sociedades ante la crisis económica. Especial referencia a la tipología societaria», *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 59, 2013, págs. 15-70.
- *Sobre el derecho de sociedades de nuestro tiempo: crisis económica y ordenamiento societario*, ed. Comares, Granada, 2013.
- «Empresa y fundación en el ordenamiento jurídico español (La fundación empresarial)», *Anuario de derecho de fundaciones*, 2010, págs. 15-67.
- «Un paso adelante y varios atrás: sobre las vicisitudes recientes del concepto legislativo del grupo en el ordenamiento español», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2008, núm. 30, págs. 19-31.
- «Grupos de sociedades y Derecho Concursal», *Estudios sobre la Ley concursal: libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. 2 (Los órganos del concurso, efectos de la declaración del concurso sobre el deudor), ed. Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2005, págs. 1885-1908.
- «El buen gobierno corporativo y los grupos de sociedades», *Revista de derecho mercantil*, núm. 249, 2003, págs. 933-979.
- *Introducción al Derecho de los Grupos de Sociedades*, ed. Comares, Granada, 2003.
- «Perfiles, grados y límites de la personalidad jurídica en la Ley de Sociedades Anónimas», *Estudios en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, t. I, Valencia, 1995, pág. 1023-1046.
- *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, ed. Centro de Publicaciones del Ministerio de Justicia, Madrid, 1987.
- ENRIQUES, L./MACEY, J., «Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules», *Cornell Law Review*, vol. 86, núm. 6, 2001, pág. 1165-1204.
- ESTEBAN VELASCO, G., «Distribución de competencias entre la junta general y el órgano de administración, en particular las nuevas facultades de la junta sobre activos esenciales», *Junta General y Consejo de Administración en la Sociedad Cotizada* (dirs. A. Alonso Ureba/G. Esteban Velasco/L. Fernández de la Gándara/J. Quijano González/F. Rodríguez Artigas/L. Velasco San Pedro; coord. A. Roncero Sánchez), T. I, ed. Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 29-87.

- FAUCEGLIA, G., «I patrimoni destinati ad uno specifico affari», *Fallimento*, 2003, págs. 809-815.
- FELD, K. P., *Bilanzierung von ABS-Transaktionen im NIIF-Abschluss – Anwendung von IAS 39 und SIC-12, konzeptionelle Probleme und Folgen für die Abschlussprüfung*, Düsseldorf, 2007.
- FENG, M., /GRAMLICH, J./GUPTA, S., «Special purpose entities: empirical evidence on determinants and earnings management», *The Accounting Review*, núm. 84, 2009, págs. 1833-1876.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en Derecho de sociedades*, ed. Pórtico, Zaragoza, 1977.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Aproximación a la categoría de «operaciones sobre activos esenciales», cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]», *La Ley Mercantil*, núm. 11, 2015, págs. 24-48.
- «El nuevo “test de balance” bajo las normas contables internacionales», *Revista de derecho mercantil*, núm. 279, 2011, págs. 37-98.
- FEZZI, J. T., «Third Time’s a Charm: How the Uniform Law Commission can fit Series LLCs into the Uniform Limited Liability Company Act», *Saint Louis University Law Journal*, Vol. 58, 2013-2014, págs. 911-936.
- FORTE, J. P./LEONARD C./BURCE S. B., «GGP: Single Purpose Entity or All in the Corporate Family?», *A. B. A. Publications*, SR048, 2010, págs. 1497-1508.
- FUENTES MARTÍNEZ, J. J., «La conservación y continuidad de la empresa ante el fenómeno sucesorio», *Conflictos en torno a los patrimonios personales y empresariales* (coords. M. Garrido Melero y J. M. Fugardo Estivill), vol. 1, 2010, ed. Bosch, Barcelona, págs. 219-268.
- FUENTES NAHARRO, M., «El contrato de «cash pooling»», *Revista de derecho mercantil*, núm. 291, 2014, págs. 233-266.
- «La subordinación de créditos de las sociedades del mismo grupo y de sus «socios comunes» (ámbito significado y de aplicación temporal del artículo 93.2.3.º LC)», *Revista de derecho bancario y bursátil*, vol. 32, núm 132, 2013, págs. 77-99.
- *Grupos de sociedades y protección de acreedores (una perspectiva societaria)*, ed. Thomson-Civitas, Colección Estudios de Derecho Mercantil, 2007.
- GARCÍA MANDALONIZ, M., «El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social», *Simplificar el Derecho de sociedades* (dir. S. Hierro Anibarro), ed. Marcial Pons, Madrid, 2010, págs. 253-348.
- GARCÍA VICENTE, J. R., «La rescisión concursal de las garantías reales prestadas entre sociedades del mismo grupo», *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán: liber amicorum* (coord. A. J. Rojo Fernández-Río/A. B. Campuzano Laguillo), vol. 2, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2015, págs. 1925-1956.
- GARRIDO GARCÍA, J. M., «Los consejeros independientes», *Junta General y Consejo de Administración en la Sociedad Cotizada* (dirs. A. Alonso Ureba/G. Esteban Velasco/L. Fernández de la Gándara/J. Quijano González/F. Rodríguez



- Artigas/L. Velasco San Pedro; coord. A. Roncero Sánchez), T. II, ed. Thomson Reuters Aranzadi, 2016, págs. 955-987.
- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*. Cuadernos Civitas, ed. Civitas, Madrid, 1981.
- GILSON R. J./KRAAKMAN, R., «Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors», *Stanford Law Review*, vol. 43, 1991, págs. 863-906.
- GIMENO RIBES, M., *Endeudamiento empresarial y fusión de sociedades. Contribución al estudio de la fusión apalancada*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2015.
- «Derecho de voto, interés social y estrategias en los mercados bursátiles: las situaciones de voto vacío», *La Ley Mercantil*, núm. 13, 2015, págs. 10-24.
- GIOFFRÈ, D., *Il debito pubblico genovese. Inventario delle Compere anteriori a San Giorgio o non consolidate nel banco (Sec. XIV – XIX)*, ed. Giuffrè, Milán, 1967.
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, t. I, (Teoría general, Sociedades colectivas y comanditarias), ed. Artes Gráficas Benzal, Madrid, 1976.
- GOLOLOBOV, D./TANEGA J., «Sham SPEs: Part 1. The Legal Issues of International Accounting Standards on the Consolidation of Special Purpose Entities», *International Company and Commercial Law Review*, 2006, págs. 304-317.
- «Sham SPEs: Part 2. The Regulatory Gaps in International Accounting Standards Concerning the Consolidation of Special Purpose Entities», *International Company and Commercial Law Review*, 2006, págs. 369-380.
- GONDRA ROMERO, J. M., «La estructura jurídica de la empresa», *Revista de derecho mercantil*, núm. 228, 1998, págs. 493-592.
- GONZÁLEZ CASTILLA, F., «Capítulo XIX: Leasing y concurso», *Jurisprudencia y concurso (Estudios sobre la doctrina de la Sala primera del Tribunal Supremo formada en aplicación de la Ley Concursal)* (dir. J. A. García-Cruces), ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 863-954.
- *Leasing financiero mobiliario: contenido del contrato y atribución del riesgo en la práctica contractual y la jurisprudencia*, ed. Civitas, Madrid, 2002.
- GONZALO ANGULO, J. A./GARVEY A. M., «El informe de gestión: validez y perspectivas», *Revista de contabilidad y dirección* (Ejemplar dedicado a: Nuevas tendencias en información financiera: bases conceptuales y aplicaciones prácticas), núm. 20, 2015 págs. 21-64.
- GORTON, G. /SOULELES, S. N., «Special Purpose Vehicles and Securitization», NBER Working Paper N.º 11190, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, marzo 2005, págs. 1-62.
- GRIMALDOS GARCÍA, M. I., «Disolución, liquidación y extinción», *Derecho de sociedades de capital: estudio de la Ley de sociedades de capital y legislación complementaria*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2016, págs. 417-440.
- «¿Sociedad interna o comunidad de bienes? Los criterios de distinción en nuestra jurisprudencia. A propósito de la STS de 17 de julio de 2012», *Diario La Ley*, núm. 8056, 2013.

- GUSSETT, S. A., «Not-So-Independent Director in a Bankruptcy Remote Structure», *American Bankruptcy Institute Journal*, núm. 24, 1998.
- GUTIÉRREZ GILSANZ, A., «La enajenación unitaria de empresa en la liquidación concursal», *Conservación de empresas en crisis. Estudios jurídicos y económicos*, Madrid, ed. La Ley, 2013.
- HANEY, A., *The Law Relating to International Banking*, ed. Bloombury Professional, West Sussex, 2010.
- HANSMANN, H./KRAAKMAN, R., «The Essential Role of Organizational Law», *Yale Law Journal*, núm. 110, 2000, págs. 387-440.
- HANSMANN, H./MATTEI, U.: «Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis», *New York University Law Review*, vol. 73, núm. 2, 1998, págs. 434-479.
- HARNER, M./IVEY-CRICKENBERGER, J./KIM, T., «Series LLCs: What Happens When One Series Fails? Key Considerations and Issues», *Business Law Today*, 2013, Vol. 22 (2), págs. 1-4.
- HERNÁNDEZ GONZÁLEZ, F. L., «La problemática del restablecimiento del equilibrio económico en la contratación pública internacional. La crisis de la ampliación del Canal de Panamá», *Revista de administración pública*, núm. 194, 2014, págs. 475-508.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital. Control societario y los abusos de mayoría, de minoría y de igualdad*, Barcelona, Bosch, 2013.
- «Una aproximación a los contratos de instalación industrial llave en mano en el marco de la contratación contemporánea», *Anuario de derecho civil*, vol. 66, núm. 4, 2013, págs. 1666-1712.
- «Relaciones de la fundación con el mercado y la empresa: de la sociedad de fundación a la fundación de sociedad», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 26, 2011, págs. 71-97.
- «La configuración estatutaria del deber de diligente administración», *Revista de derecho de Sociedades*, núm. 34, 2010-1, págs. 125-165.
- «Reflexiones en torno al concurso de la fundación-empresa mercantil», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 13, 2010, págs. 201-234.
- *El contrato de compraventa de empresa (extensión de su régimen jurídico a las cesiones de control y a las modificaciones estructurales de sociedades)*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2005.
- HERNANDO LERA, J., *El contrato de sociedad. La casuística jurisprudencial clásica*, ed. Dykinson, Madrid, 1992.
- HERRERA CUEVAS, E. J.: «La reorganización traslativa en concurso y sucesión de empresa», *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 9, 2008, págs. 147-165.

- HIERRO ANIBARRO, S./CASTILLO PLAZA, C. A., *La sociedad cautiva de reaseguro*, ed. Fundación Mapfre, Instituto de Ciencias del Seguro, Madrid, 2011.
- HOFFMAN, S. L., *The Law and Business of International Project Finance*, 3.<sup>a</sup> ed., ed. Cambridge University Press, 2008.
- HUALDE LÓPEZ, I., «El plan de liquidación y la enajenación unitaria de la empresa», *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 8, 2008, págs. 475-489.
- INZITARI, B., «I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a, c.c.)», *Contratto e Impresa*, núm. 19 (1), 2003, págs. 164-180.
- JEHL, J., *Le commerce international de la technologie. Approche juridique*, París, 1985.
- JENSEN M. C./MECKLING W. H., «Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, núm. 3, 1976, pág. 305-360.
- KAMMEL, V., «Zweckgesellschaften und Insolvenz», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 83-103.
- KAPIL, S./KAPIL, K., «Role of SIVs in a financial crisis: the Citigroup debacle», *International Journal of Applied Management Science (IJAMS)*, vol. 1, núm. 3, 2009, págs. 247-276.
- KARIM, V., *Les contrats de réalisation d'ensembles industriels et le transfert de technologie*, Montreal, 1987.
- KLEE, K./BUTLER, B., «Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues», *Uniform Commercial Code Law Journal*, núm. 35, 2002, págs. 23-67.
- KLEIN W. A./COFFEE JR., J. C./PARTNOY, F., *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*, ed. Thompson Reuters/Foundation Press, 11.<sup>a</sup> ed., 2010.
- KRAUSE, M./ZEREY, J. C., «Investment- und versicherungsaufsichtsrechtliche Implikationen für Zweckgesellschaften», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 113-128.
- LARA GONZÁLEZ, R., «Concreciones y ampliaciones en el contenido del informe de gestión: el desarrollo de la exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad, y el necesario reflejo de la gestión del riesgo financiero», *Revista de derecho mercantil*, núm. 252, 2004, págs. 569-596.
- LEÓN SANZ, F. J., «La transmisión de unidades productivas como objeto de aportación», *Estudios sobre derecho de Sociedades Liber Amicorum Profesor Luis Fernández de la Gándara*, ed. Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2016, págs. 889-912.
- «La reestructuración empresarial como solución de la insolvencia», *Crisis económica y responsabilidad en la empresa* (dirs. N. Abriani y J. M. Embid Irujo), ed. Comares, Granada, 2013, págs. 223-241.
- LLEBOT MAJÓ, J. O., «La geometría del capital social», *Revista de derecho de sociedades*, núm. 231, 1999, págs. 37-90.

- LOTZ, U./GRYSHCHENZO, V., «Bilanzrechtliche Behandlung», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 142-190.
- LUCEÑO OLIVA, J. L., «Apuntes sobre el concepto de grupo de sociedades en la clasificación de créditos en el concurso», *Diario La Ley*, núm. 8102, 2013.
- LUO T./WARFIELD, T., «The Implementation Effects of Expanded Consolidation: the Case of Consolidating Special Purpose Entities», *Accounting and Finance*, vol. 54, 2014, págs. 539-566.
- LYNCH, J., «Reevaluating Bankruptcy Remoteness: Transfers of Risk, Implications of the GGP Reorganization», *American Bankruptcy Institute Journal*, 2010, pág. 58-61.
- MAIRATA LAVIÑA, J./ROLDÁN SANTIAS, F., «Subordinación y grupos de empresas: cuestiones interpretativas», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, núm. 16, 2012, págs. 227-231.
- MANZANARES SECADES, A., «La fusión posterior a una adquisición apalancada (fusión apalancada) y el artículo 35 LME», *Cuadernos de derecho para ingenieros* (coords. M. A. Agúndez/J. Martínez-Simancas Sánchez), vol. 26, (Modificaciones estructurales de las sociedades de capital), ed. La Ley e Iberdrola, Madrid, 2014, págs. 41-58, pág. 43 ss.
- MANZANO FRÍAS, M. C., «La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, núm. 13, 2007, págs. 33-52.
- MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., «El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad de la insolvencia», *Gobierno corporativo y crisis empresariales*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 255-286.
- MARIMÓN DURA, R., «Delimitación y perspectivas de regulación del sector bancario en la sombra», AA. VV., *La regulación del Shadow Banking en el contexto de la reforma del mercado financiero* (dir. Marimón Durá), ed. Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 23-55.
- *La asistencia financiera de una Sociedad Limitada a sus socios, administradores y otras sociedades de su grupo* (del art. 10 LSRL al art. 162 TRLSC), ed. Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2010.
- MARTÍN MARTÍN, M.<sup>a</sup> R., *La titulización en Europa durante la crisis*, documento de trabajo núm. 49, ed. Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, julio 2011.
- MARTÍNEZ BALMASEDA, A., *Las cuentas en participación y su vertiente interna*, ed. Comares, Granada, 2011.
- MCINERNEY, W., «From Bankruptcy-Remote to Risk-Remote», *New York Law Journal*, 23 de agosto 2010, pág. 3.
- MIOLA, M., «Tutela de los acreedores en las sociedades de capital y técnicas alternativas: el debate entre la tradición europea continental y el punto de vista anglosajón», en AA. VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma* (dir. C. Alonso Ledesma/A. Alonso Ureba/G. Esteban Velasco), t. II, Aranzadi, Cizur Menor, 2011, págs. 19-66.

- MIQUEL RODRÍGUEZ, J., *La sociedad conjunta: (joint venture corporation)*, ed. Civitas, Madrid, 1998, págs. 343-349.
- MOYA BALLESTER, J., *El procedimiento de disolución y liquidación en la Ley de Sociedades de Capital*, ed. La Ley, Madrid, 2010.
- MYERS, M., «Fixing Multi-Forum Shareholder Litigation», *University of Illinois Law Review*, 2014, págs. 467-555.
- NAIFAR, N., «Credit Default Sharing Instead of Credit Default Swaps: Toward a More Sustainable Financial System», *Journal of Economic Issues*, vol. 48, núm. 1, 2014, págs. 1-18.
- NAVARRO MARTORELL, M., *La propiedad fiduciaria*, ed. Bosch, Barcelona, 1950.
- NEHEMKIS, JR., P. R., «The Public Authority: Some Legal and Practical Aspects», *Yale Journal of Law*, núm. 47, 1937, pág. 14 ss.
- NEWMAN, N., «Enron and the Special Purpose Entities - Use or Abuse - The Real Problem - The Real Focus», *Law and Business Review of the Americas*, vol. 13, núm. 1, 2007, págs. 97-138.
- OLMEDO PERALTA, E., *La responsabilidad contable en el gobierno corporativo en las sociedades de capital*, ed. Marcial Pons, Madrid, 2014.
- PARDO NÚÑEZ, C. R., «Confusión de patrimonios y publicidad registral: el caso del trust», *El trust en el derecho civil* (dir. E. Arroyo i Amayuelas), ed. Bosch, Barcelona, 2007, págs. 291-335.
- PAU PEDRÓN, A., «El patrimonio fiduciario desde la perspectiva registral», *El trust en el derecho civil* (dir. E. Arroyo i Amayuelas), ed. Bosch, Barcelona, 2007, págs. 337-362.
- PAULEAU, C., *El régimen jurídico de las «Joint Ventures»*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2003.
- PAYÁ PUJADÓ, A. S., *Régimen legal de la titulización*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2002.
- PENSO DE LA VEGA, J., *Confusión de confusiones: diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito*, ed. Profit, Sant Feliu de Llobregat, 2009.
- PÉREZ BENÍTEZ, J. J., «Perjuicio patrimonial, interés de grupo y rescisión de garantías otorgadas en la financiación de grupos de sociedades», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, núm. 19, 2013, págs. 155-164.
- PÉREZ RAMÍREZ, J., «Crisis financiera: fallos de control y de vigilancia», *Crisis y reforma del sistema financiero* (coords. A. J. Recalde Castells, I. Tirado Martí y A. B. Perdices Huetos), 2011, ed. Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 35-46.
- PEZZOLO, L., «Italian Monti: The Origins of Bonds and Government Debt», *Yale University Working Paper*, International Center for Finance at the Yale School of Management, 2006, págs. 1-10.

- PINZÓN FONSECA, D. F., «La fiducia mercantil como vehículo de propósito especial en Project Finance», *Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, núm. 123, 2015, págs. 547-575.
- PULGAR EZQUERRA, J., «Preconcurzalidad y acuerdos de refinanciación», *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 14, 2011, págs. 25-40.
- «Los convenios con asunción de pasivo en el marco de la transmisión concursal de la empresa», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 266, 2007, págs. 889-940.
- «Las soluciones al concurso de acreedores: el convenio y la liquidación», *Derecho concursal-Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la reforma concursal* (dirs. R. García Villaverde y otros), ed. Dilex, Madrid, 2003.
- PULIDO, A., *Combinaciones de negocios y preparación de las cuentas anuales consolidadas (Comentarios y aclaraciones sobre el Real Decreto 1159/2010, por el que se aprueban las normas para la formulación de la Cuentas Anuales Consolidadas (NOFCAC))*, ed. Garceta, Madrid, 2011.
- RODAS PAREDES, P., *Libertad de establecimiento y movilidad internacional de las sociedades mercantiles*, ed. Comares, Granada, 2011.
- RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., «Créditos subordinados intragrupo: dos aspectos del estado actual de la cuestión», *Anuario de derecho concursal*, núm. 30, 2013, págs. 337-352.
- ROTHMAN, S. J., «Lessons from General Growth Properties: The Future of the Special Purpose Entity», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 27, 2012, págs. 227-260.
- RESNICK, B. M./KRAUSE, S. C., «Not So Bankruptcy-Remote SPEs and In Re General Growth Properties, Inc.», *American Bankruptcy Institute Journal*, 2009, 3 pp.
- RUBIO VICENTE, P. J., «La enajenación de la empresa en la nueva Ley Concursal», *Revista de derecho de sociedades*, núm. 22, 2004, págs. 115-155.
- SABORIDO SÁNCHEZ, P., *La causa ilícita: delimitación y efectos*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2005.
- SALEM, M./SANSON-HERMITTE, M. A., *Les contrats clé en main et les contrats produit en main: technologie et vente de développement*, ed. Librairies Techniques, París, 1979.
- SÁNCHEZ ALBARRÁN, O., «La consolidación procesal de los concursos de grupos de empresas y su posible extensión jurídico material», *Diario La Ley*, núm. 7083, 2008, págs. 1-5.
- SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., «Grupos de empresas y el concurso de acreedores», *Comentarios a la Ley concursal*, (coords. L. Fernández de la Gándara/M. M. Sánchez Álvarez), ed. Marcial Pons, Madrid, 2004, págs. 737-770.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Algunas cuestiones concursales relativas a los grupos de sociedades», *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 5, 2005, págs. 7-60.

- SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J./FUENTES NAHARRO, M., «El concepto estricto de grupo en la ley concursal», *Revista de derecho mercantil*, núm. 291, 2014, págs. 595-620.
- SCHWARCZ, S. L., «The Governance Structure of Shadow Banking: Rethinking Assumptions about Limited Liability», *Notre Dame Law Review*, vol. 90, 2014-2015, págs. 1-30.
- «The Use and Abuse of Special-Purpose Entities in Public Finance», *Minnesota Law Review*, vol. 97, 2012, págs. 369-406.
- «Regulating Shadow Banking», *Review of Banking and Financial Law*, núm. 31, 2011, págs. 619-642.
- «Conflicts and Financial Collapse: The Problem of Secondary-Management Agency Costs», *Yale Journal on Regulation*, núm. 26, 2009, págs. 457-470.
- «Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery», *The Business Lawyer*, núm. 58, 2003, págs. 559-585.
- «Enron and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures», *University of Cincinnati Law Review*, num. 70, 2002, págs. 1309-1318.
- SEBASTIÁN QUETGLAS, R., «Créditos, garantías y concurso», *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Ruiz de Velasco* (coord. A. Veiga Copo), ed. Thomson Reuters, Madrid, 2010, págs. 443-470.
- SELVAM, S., «Recharacterisation in «true Sale» Securitizations: The «Substance Over Form» Delusion», *The Journal of Business Law*, 2006, págs. 637-643.
- SERRANO CAÑAS, J. M., *El conflicto de intereses en la administración de sociedades mercantiles*, Publicaciones del Real Colegio de España, Studia Albornotiana, núm. 96, Bolonia, 2008.
- SERRANO DE NICOLÁS, A., «Planificación sucesoria: el testamento en la sucesión anómala y las transmisiones “parasucesorias”», *Conflictos en torno a los patrimonios personales y empresariales* (coords. M. Garrido Melero y J. M. Fugarido Estivill), vol. 1, 2010, ed. Bosch, Barcelona, págs. 3-53.
- SHESTACK, J., «The Public Authority», *University of Pennsylvania Law Review*, núm. 105, 1957, pág. 533 ss.
- SIERRA NOGUERO, E., «La liquidación (unitaria o fragmentaria) de la empresa en concurso», *Anuario de derecho concursal*, núm. 24, 2011, págs. 49-95.
- SITKOFF, R. H., «The Economic Structure of Fiduciary Law», *Boston University Law Review*, núm. 91, 2011, págs. 1039-1049.
- «Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency», *University of Michigan Law School*, John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper n.º 20, 2003.
- SONNENBURG, A./WULFKEN, J., «Zweckgesellschaften als ein Instrument in der Bewältigung von Banken Krisen», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 40-49.

- SOSA WAGNER, F., «La gestión de servicios públicos mediante una sociedad de capital íntegramente público y mediante una sociedad mixta», *Cuadernos de derecho local*, núm. 7, 2005, págs. 79-95.
- TAPIA HERMIDA, A. J., *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de «rating»*, ed. Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2010.
- THELEN-PISCHKE, H., «Bankenaufsichtsrecht», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 104-112.
- TIRADO MARTÍ, I., «Reflexiones sobre el concepto de interés concursal: ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores», *Anuario de derecho concursal*, fasc. III, 2009, págs. 1055-1108.
- ULMER, P., «Ungeschriebene Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung», *Die Aktiengesellschaft*, vol. 20, núm. 1, 1975, págs. 15-24.
- VALERO TAMAYO, A., «Cuentas anuales consolidadas (XV)», *Estudios financieros. Revista de contabilidad y tributación: Comentarios, casos prácticos*, núm. 343, 2011, págs. 201-226.
- VAÑÓ VAÑÓ, M. J., *El contrato de «project finance»*, ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2002.
- VELASCO SAN PEDRO, L. A., «El plan de liquidación y las reglas supletorias de liquidación del concurso», *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, vol. 5, ed. Marcial Pons, Madrid, 2005, págs. 4877-4894.
- VENDRELL CERVANTES, C., *El mercado de los derechos de imagen. El consentimiento o autorización para la intromisión en los derechos de la personalidad y la transmisión de derechos de imagen*, ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2014.
- VILLORIA RIVERA, I., «La rescisión de las garantías prestadas por deuda a cargo de sociedades del grupo», *Anuario de derecho concursal*, núm. 27, 2012, págs. 249-287.
- «La subordinación de los créditos de «las sociedades que forman parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios»», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, núm. 7, 2007, págs. 225-235.
- VIRGÓS SORIANO, M., *El Trust y el derecho español*, ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2006.
- WATSON, R./CARTER, J., *Asset Securitisation and Synthetic Structures*, Londres, 2006.
- WILLIAMSON, O. E., «The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, núm. 3, 2002, págs. 171-195.
- ZABALETA DÍAZ, M., *El principio de conservación de la empresa en la Ley Concursal*, ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2006.
- ZEREY, J. C., «Definition, Rolle und Funktion von Zweckgesellschaften», *Zweckgesellschaften (Rechtshandbuch)*, ed. Nomos, Baden-Baden, 2013, págs. 25-34.



La presente obra aborda una específica tipología de entidades que desarrollan sus actividades en el mercado a partir de unas notas configuradoras comunes, como son las entidades de propósito (o cometido) especial. A tal fin toma en cuenta cada una de las relaciones que afectan a los diferentes sujetos, y que se hallan interconectadas dentro de este sistema, para procurar un tratamiento armónico desde las diferentes disciplinas del Derecho que se ven involucradas por esta organización de intereses. El perfil internacional de estas entidades ha llevado a que tanto la regulación contable, en la armonización de la materia, como la relativa a los mercados regulados, en la organización de sus actividades, hayan sido las primeras que, con diferentes perspectivas, se hayan ocupado de este fenómeno. En consecuencia, la obra transita por estos particulares regímenes jurídicos y su forma de entender la captación de las entidades de propósito especial para, con la aspiración de dar una visión de conjunto de todas sus implicaciones, reconocer su peculiar incidencia en otras disciplinas jurídicas.

La raigambre económica de la figura, por otra parte, requiere su adaptación a través de las diferentes formas jurídicas que le sirve de soporte. A partir de su carácter preminentemente contractual, el Derecho de sociedades procura unos cimientos sólidos en la adaptación de estas entidades, que realizan actividades de diferente naturaleza, básicamente financieras o empresariales, en el mercado. Se cierra la obra con el debido tratamiento que merecen desde el Derecho concursal, tanto desde su confección como entidades de «insolvencia remota» y sus relaciones con la entidad promotora, como desde su reciente utilización para dar una mejor solución a las situaciones concursales. Todo ello sin perder de vista, a lo largo de todo el trabajo, las denominadas «entidades puente» y la orientación de sus estructuras hacia una posterior venta, las cuales, a su vez, pueden tener una particular relevancia en la conformación de las entidades de propósito especial.

ISBN 978-84-340-2426-7



9 788434 024267