

FRANCISCO JOSE ALONSO ESPINOSA

**TITULOS-OBLIGACIONES «BULL AND BEAR». NATURALEZA  
Y ADMISIBILIDAD EN DERECHO ESPAÑOL**

Trabajo publicado en la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*,  
N.º 31, julio-septiembre 1988

# Títulos-Obligaciones "Bull and Bear".

## Naturaleza y admisibilidad en Derecho español

---

FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA  
*Profesor Asociado de Derecho Mercantil*  
*Universidad de Murcia.*

SUMARIO: I. Introducción. Características de los títulos-obligaciones *bull and bear*.—II. Función económica. Ventajas e inconvenientes de las cláusulas *bull* y *bear*. A) Función económica. B) Ventajas e inconvenientes.—III. Caracterización jurídica de las cláusulas *bull* y *bear* por cuya aplicación se determina el *quantum* de la prestación del deudor del título. A) Sumaria exposición de las características de la suscripción de obligaciones y de los derechos básicos del obligacionista. B) Posibles hipótesis a las que no parecen responder las cláusulas *bull* y *bear*. C) Carácter aleatorio de las cláusulas *bull* y *bear*.—IV. Incidencia de las cláusulas *bull* y *bear* sobre el régimen jurídico de los título-obligaciones. A) Sobre la relación subyacente a las obligaciones. B) Sobre el régimen de los títulos-obligaciones.

### I. INTRODUCCIÓN. CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS-OBLIGACIONES *BULL AND BEAR*

El título-obligación se ha revelado como un instrumento financiero particularmente *versátil* dentro de su función general de procurar a sus emisores medios financieros a título de crédito. Es evidente que los operadores financieros han ido inventando continuas variables partiendo del tipo de obligación básico que, acuñado en el siglo XIX por las compañías de ferrocarriles, se caracteriza por ser un valor mobiliario en el que se documentan los derechos de su titular a la entrega de una cantidad cierta de dinero a su vencimiento —correspondiente a su valor nominal— y a la percepción de un rendimiento fijo —producto de aplicar periódicamente un porcentaje también fijo (tipo de interés) al valor nominal del título—, derechos ambos que, en un principio, solían estar garantizados mediante hipotecas. Las variables de este tipo fundamental son producto de modelar cualitativa o cuantitativamente las condiciones de esos dos derechos básicos del obligacionista antes aludidos: el derecho al cobro del valor nominal del título a su vencimiento y el derecho a percibir un rendimiento por el crédito conferido. Así, han ido apareciendo sucesivos tipos de obligaciones cuyas diferencias residen en la introducción de variables en el perfil básico. Unas veces, tales variables inciden sobre el *pago*

del valor nominal del título (obligaciones indicadas, obligaciones convertibles en acciones); otras consisten en la introducción de *rendimientos variables* (tipos de interés variables, cláusula de participación en beneficios del emisor o de otra sociedad); otras en la de rendimientos percibidos *al margen de criterios periódicos* (primas, premios), o bien *en rendimientos de naturaleza especial* (no dinerarios, bonos de suscripción de acciones); en otros casos se introducen diferencias en su régimen jurídico debido a la *naturaleza de sus garantías* (hipotecarias, bonos y cédulas hipotecarias); últimamente, se observan especialidades en su régimen jurídico en cuanto el crédito con ellas obtenido puede ser contabilizable como recurso propio de las entidades de depósito emisoras (obligaciones subordinadas).

Todo ello sin aludir a la emisión de títulos que responden al mismo esquema estructural de la emisión de obligaciones, aunque se pretenda eludir el régimen de esta operación so pretexto de otorgarles denominaciones conectadas a un *nomen iuris* (caso de los llamados “pagarés de empresa” y de las “aceptaciones bancarias en serie”)<sup>1</sup>.

Pues bien, recientemente ha aparecido en nuestro mercado de capitales<sup>2</sup> una nueva variable de títulos-obligaciones ya observada en la *praxis* norteamericana, alemana, italiana y japonesa. Se trata de las denominadas obligaciones “bull and bear” (toro y oso). Su nota distintiva fundamental reside en la división de los títulos de una misma emisión en dos *clases*, las cuales se diferencian entre sí en que la obligación de reembolso —pago— del título, en su aspecto *cuantitativo* y dentro de unos límites predeterminados, se subordina a las variaciones del índice general de una Bolsa de Valores que, integrado en una fórmula matemática, influye en sentido opuesto sobre cada una de dichas clases de títulos. Así, para el título *bull*, el alza del índice establecido sobre una determinada cifra confiere al obligacionista el derecho a recibir en pago una suma proporcionalmente mayor a la del valor nominal del título, mientras el descenso de dicho índice por debajo de la misma cifra preestablecida conlleva el derecho del deudor a liberarse pagando una suma proporcionalmente menor a la del valor nominal del título; por el contrario, el título *bear* se caracteriza por que el alza o la caída del índice establecido produce los mismos efectos, pero en sentido opuesto: su descenso confiere al obligacionista el derecho a la obtención en pago de una suma proporcionalmente mayor a la del valor nominal del título, mientras que su alza determina el derecho del deudor a liberarse pagando una suma proporcionalmente menor a la del valor nominal del título<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Para una visión pormenorizada de las variables aludidas *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Barcelona 1988, cap. II, n.º 6 (de próxima aparición).

<sup>2</sup> Sobre el significado jurídico de esta expresión *vid.* BERCOVITZ, A., “El derecho del mercado de capitales” en *RDBB*, 1988, pp. 72 y ss., en especial pp. 80-81.

<sup>3</sup> *Vid.* CHIOMENTI, F., “Titoli obbligazionari c. d. ‘Bull and Bear’: vere obbligazioni o titoli per operazioni di borsa?”, *R.Dir.Comm.*, 1987, p. 141.

Podemos, pues, caracterizar este tipo de obligaciones por las siguientes notas:

1.<sup>a</sup>) Se trata de obligaciones ordinarias en las que se introducen unas cláusulas por cuya aplicación variará, dentro de unos límites máximo y mínimo, el *quantum* de la prestación debida por el deudor de los títulos en concepto de pago o amortización de los mismos. Tales cláusulas *bull* y *bear* constituyen fórmulas matemáticas en las que se introducen como variables el índice general de una Bolsa de Valores en dos fechas separadas suficientemente en el tiempo (*vid. nota 3 in fine*).

2.<sup>a</sup>) En función de procurar eliminar *ab initio* el riesgo económico que para el

---

La emisión de tales obligaciones ha sido realizada por primera vez en España por la CTNE bajo la denominación de "bonos bolsa" (emisión de junio de 1987). De la escritura pública de emisión y del preceptivo folleto de emisión se derivan las notas características de este tipo de obligaciones (*vid. el capítulo II del folleto de emisión "Información relativa a los títulos que se emiten, cuya admisión a cotización oficial se solicita"*) según RD 1.851/1978, de 10 de julio, RD 1.847/1980, de 5 de septiembre, y órdenes ministeriales de 17 de noviembre de 1981 y 26 de febrero de 1982, en especial pp. 4-5; anotaciones sobre tales normas en EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, Madrid 1987, pp. 122-127, notas 154-163. Existen dos mal denominadas "series" —puesto que, en realidad, son clases— de títulos dentro de la misma emisión cuyas condiciones son en parte iguales, en parte diferentes. Los títulos de la "serie" A reciben el nombre de "bono directo" y responden a las características del título *bull*; los de la "serie" B se denominan "bono de cobertura" y responden a las características del título *bear*.

Las condiciones de suscripción son comunes a ambos títulos. Las dos clases tienen el mismo valor nominal (10.000 pts.); reportan a sus titulares el mismo rendimiento (11% de interés anual fijo, calculado sobre el valor nominal del bono y pagadero por semestres vencidos), y el término de vencimiento (y pago) es también el mismo para ambas (15 de julio de 1990). La diferencia entre una y otra clase de obligaciones estriba en la diferente forma de determinación de su valor de amortización. Hasta entonces no se percibe ninguna otra. El valor final de los títulos o cantidad que el emisor deberá pagar al obligacionista al vencimiento de los títulos —constitutiva de su prestación debida— puede no corresponderse con el valor nominal de los mismos. Se trata de una prestación cuya cuantía es en principio indeterminada, pero determinable mediante la aplicación de una *fórmula matemática* en la cual se incluyen dos variables: el índice general de la Bolsa de Madrid al 31 de diciembre de 1987 (IBI) y el mismo índice al 15 de junio de 1990 (IBF). Pues bien, dicha fórmula matemática no es la misma para ambas clases de bonos, sino que existen dos distintas, cada una de las cuales es aplicable según las clases de obligación. Resultado de aplicar cada una de ellas es que, según que el índice general de la Bolsa de Madrid al 15 de junio de 1990 sea superior o inferior al mismo índice al 31 de diciembre de 1987, los titulares de una clase de bonos tendrán derecho al cobro de una cantidad mayor o menor al valor de suscripción (nominal) de los títulos; exceso o defecto cuantitativo respecto al valor nominal que se corresponde directamente con el exceso o defecto que cobrarán —o dejarán de cobrar— los titulares de la otra clase de títulos.

La fórmula matemática a aplicar para determinar el valor debido en cuanto al "bono directo" (*bull*) es  $5.000 + (5.000 \times \text{IBF} : \text{IBI})$ ; para el "bono de cobertura" (*bear*) es  $15.000 - (5.000 + \text{IBF} : \text{IBI})$ . No obstante, la influencia del valor del IBF se limita a la banda de -50 a +50 puntos respecto al valor del IBI. Con ello, el valor de amortización de los bonos, en cualquiera de sus clases, no podrá sobrepasar el 125% de su valor nominal (es decir, 12.500 pts.) ni podrá disminuir por debajo del 75% de dicho valor (es decir, 7.500 pts.). Si tenemos en cuenta que el IBI ha sido 227,18, tenemos que los referidos topes máximo y mínimo del IBF serán, respectivamente, 277,18 y 177,18. A la vista de ello, quizá no sea aventurado vaticinar que los desfavorecidos van a ser los titulares de los llamados "bonos de cobertura" (*bear*).

emisor representa cada una de las cláusulas individualmente considerada, es normal que éste ponga en circulación, simultáneamente, obligaciones de dos clases cuyas diferencias radican en la influencia contrapuesta de las cláusulas por cuya aplicación se determinará el *quantum* de la prestación debida en concepto de pago de los títulos. De este modo, el exceso que hay que pagar sobre el valor nominal de una de las clases de títulos tras la aplicación de la cláusula lo compensará con el defecto sobre dicho valor nominal que deberá pagar a los titulares de la clase de títulos cuya cláusula tiene efectos contrapuestos.

3.ª) Las cláusulas *bull* y *bear*, pues, no tienen carácter complementario si nos atenemos al ámbito estrictamente jurídico, es decir, pueden emitirse obligaciones con cláusula *bear*, o viceversa. Ahora bien, ello crearía, en unos casos, y aumentaría, en otros, el riesgo soportado por el emisor de los títulos. Es en atención al objetivo de eliminar este riesgo económico por lo que no es aconsejable la emisión de títulos de una de las clases sin su correspondiente contrapeso de manera simultánea.

4.ª) La influencia de las cláusulas *bull* y *bear* debe hallarse *controlada*. Es decir, la variación de la suma a pagar al obligacionista al vencimiento de las obligaciones respecto del valor nominal del título no puede tener entidad cuantitativa suficiente para permitir afirmar la transformación del negocio de crédito que constituye la suscripción de obligaciones en negocio de carácter aleatorio. Sobre la importancia de este control en el plano jurídico volveremos *infra*.

## II. FUNCIÓN ECONÓMICA. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LAS CLÁUSULAS BULL Y BEAR

### A) Función económica

En principio, la función económica general de las obligaciones con este tipo de cláusulas no parece distinta de la natural función financiera de los títulos-obligaciones. El emisor pretende obtener del mercado de capitales medios financieros a título de crédito<sup>4</sup>, con la posibilidad de autoimponerse las condiciones contractuales de financiación. Los inversores, por su parte, se benefician del —normalmente— más alto rendimiento que pueden obtener de su dinero, además de la ventaja que les supone la posibilidad de desinvertir fácilmente mediante la negociación en Bolsa de los títulos que documentan sus derechos de crédito<sup>5</sup>. A ello se

<sup>5</sup> Vid. ASCARELLI, T., *Iniciación al estudio del Derecho mercantil*, traducción y prólogo de E. Verdera Truells, Barcelona 1964, pp. 362 y ss.

<sup>4</sup> Vid. en particular MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, C., *Wertpapierrecht*, Berna 1986, pp. 287-288; asimismo *vid.*, entre otros, VICENT, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, tomo I, 2.ª ed., Barcelona 1986, p. 457.

une la *sèguridad*, entendida en su aspecto jurídico, esto es, en el sentido de que la devolución del valor entregado al emisor constituye un derecho de crédito del obligacionista *ab initio*, sin que, por tanto, se halle supeditado a la obtención de beneficios por parte del emisor. Ello porque el obligacionista concluye un contrato de crédito y no un contrato de integración en un estructura societaria.

Mas lo que en el caso que nos ocupa debemos plantearnos es la función económica de las cláusulas *bull* y *bear* como susceptibles de producir variaciones, tanto al alza como a la baja, en el valor de reembolso del título-obligación, cláusulas por cuya virtud resulta la indeterminación inicial, en su aspecto cuantitativo, de la prestación del emisor en concepto de devolución de nominal recibido a crédito. Pues bien, en el aspecto económico, la función de estas cláusulas no parece diferente de la de otras, como las primas y los premios. Parece tratarse de una especie de *incentivo* dirigido a facilitar la colocación de los títulos entre los inversores, sobre todo si se ofrecen condiciones relativas al rendimiento que no se corresponden con las normales, en general, al tiempo de expresión de la oferta pública de suscripción<sup>6</sup>.

## B) Ventajas e inconvenientes

El examen de las ventajas e inconvenientes de las cláusulas *bull* y *bear* no puede ser abordado sin recordar que provocan el nacimiento de dos *clases* de obligaciones en atención a los efectos contrapuestos que producen en la suma que el emisor ha de pagar a los titulares de una u otra clase<sup>7</sup>.

a) *Respecto al emisor*.— Caso que éste logre la colocación total de las dos clases de títulos o, al menos, pueda colocar la *misma cantidad* de títulos *bull* que

<sup>6</sup> Como el caso de las obligaciones CTNE aludidas en nota 3, pues, en julio de 1987, no parecía del todo normal en materia de obligaciones un rendimiento derivado de un tipo de interés del 11% anual a tres años. Lo normal eran tipos entre el 12'5% y el 14%; *vid.*, con relación al mercado monetario, Servicio de Estudios de GESMOSA/AFI, *Los mercados monetarios en 1987*, Madrid 1988, pp. 103 y ss.; para una distinción de carácter económico entre el mercado monetario y el mercado de capitales *vid.* BERCOVITZ, A., "El derecho del mercado de capitales", *cit.*, pp. 71-73.

<sup>7</sup> Así, en las obligaciones de la CTNE aludidas en nota 3, el valor nominal de las dos clases de títulos es de 10.000 pts. Al vencimiento, este valor puede quedar inmutable tras la aplicación de la cláusula aleatoria, pero lo más probable es que varíe entre los límites señalados en las condiciones de emisión: mínimo de 7.500 pts. y máximo de 12.500 pts.

Obsérvese entonces cómo la cantidad que unos obligacionistas pierden por el juego de la cláusula es precisamente la que ganan los titulares de obligaciones de la clase contrapuesta. Si, por cada título, unos tendrán derecho al cobro de 12.500 pts., los otros sólo tendrán derecho al cobro de 7.500 pts.; si unos tienen derecho al cobro de 11.000 pts., la fórmula aplicable a los otros deparará que cobrarán 9.000 pts. Es decir, la suma, por título, de las cantidades a que tienen derecho los obligacionistas de una y otra clase de obligaciones es igual siempre a 20.000 pts., o sea, la suma de los valores nominales (iniciales) de ambas clases de obligaciones.

dé títulos *bear*, el emisor deberá pagar, globalmente contabilizada, la misma cantidad que recibió a título de crédito. En tales supuestos, el emisor obtiene un aceptable resultado económico de su operación. Coloca las obligaciones en condiciones de financiación posiblemente inferiores a las normales bajo el influjo de las cláusulas *bull* y *bear*, sin que dicho incentivo le sea oneroso, como resulta ser, por ejemplo, en el caso de las primas o los premios. En estos casos, dos supuestos de volumen de colocación —bien total de las dos clases de títulos, bien de la misma cantidad de cada una—, el emisor elimina *ab initio* el riesgo que pudieran reportarle las cláusulas *bull* y *bear*.

Si la colocación no es total, sino desequilibrada, esto es, se colocan obligaciones *bull* en diferente cuantía a la de obligaciones *bear*, la operación puede resultar favorable o desfavorable para el emisor, según se derive del resultado de la aplicación de las cláusulas *bull* y *bear* al vencimiento de las obligaciones. Si, con arreglo a ellas, resulta que el emisor ha de pagar, en total, mayor cantidad que la que en su día recibió de los obligacionistas, la operación habrá sido un fracaso, al menos relativo; en cambio, obtendrá las mayores ventajas si, con arreglo a las mismas cláusulas, el emisor ha de pagar menos de lo recibido en su día de los inversores. En este supuesto —colocación desequilibrada—, a diferencia de los anteriores, el emisor soporta el riesgo propio de las cláusulas *bull* y *bear* hasta la determinación de la cuantía de la prestación debida con arreglo a las mismas.

b) *Respecto a los obligacionistas.*— Es obvio que las ventajas que obtengan los titulares de una de las clases de obligaciones como resultado de la cláusula que les corresponde serán correlativas a las pérdidas que sufran los titulares de la clase contrapuesta de obligaciones en aquellos supuestos de colocación total o de colocación de la misma cantidad de ambas clases de obligaciones; en cambio, en el supuesto de colocación desequilibrada de las dos clases de obligaciones, serán correlativas tanto las ventajas como las pérdidas a las que obtengan los obligacionistas de la clase contrapuesta y el emisor. En cualquier caso, parece que la única posibilidad que tiene el obligacionista de eliminar los efectos de las cláusulas *bull* y *bear* consiste en suscribir la misma cantidad de obligaciones *bull* que de obligaciones *bear*. De este modo, lo que pierda con unas lo ganará con las otras.

Pero, por efecto reflejo de las cláusulas, el obligacionista puede quedar desfavorecido en lo que se refiere a su derecho a percibir un rendimiento por el crédito que ha conferido, así como en la *liquidex* que es propia de los títulos admitidos a cotización en una Bolsa de Valores.

— En cuanto al *derecho a percibir un rendimiento*, parece que, dada la función de las cláusulas con cuya aplicación se espera obtener ventajas patrimoniales, cabe observar que los obligacionistas corren el riesgo de colocar a un menor tipo de interés con relación a los normales al tiempo de emisión, con lo cual pueden obtener un rendimiento menor en la incertidumbre de que el resultado de la aplicación de las cláusulas *bull* y *bear* les sea favorable.

— En lo que respecta a la *liquidez* o expectativa del inversor de contar con una fácil desinversión mediante la negociación de los títulos en Bolsa, encontramos que la liquidez de los títulos será menor o, al menos, la desinversión se realizará en condiciones menos ventajosas de las normales, en el tiempo cercano al vencimiento de los títulos respecto a aquella clase de obligaciones que, vista la evolución del índice general de la Bolsa de Valores a aplicar, va a ser la desfavorecida por la aplicación de la cláusula que le corresponde.

### III.

#### CARACTERIZACIÓN JURÍDICA DE LAS CLÁUSULAS *BULL AND BEAR* POR CUYA APLICACIÓN SE DETERMINA EL "QUANTUM" DE LA PRESTACIÓN DEL DEUDOR DEL TÍTULO

##### A) Sumaria exposición de las características de la suscripción de obligaciones y de los derechos básicos del obligacionista

La concreción de la naturaleza de las cláusulas *bull* y *bear* requiere una previa y sumaria exposición de las características de la suscripción de obligaciones, así como de las posiciones jurídicas que surgen de la misma, a fin de verificar sobre qué concreto derecho del obligacionista inciden.

La suscripción de títulos-obligaciones constituye una suerte de contrato de crédito *típico*<sup>8</sup>, en cuanto se hallan reguladas aquellas especialidades que lo distinguen del prototipo de la mayoría de los contratos de crédito: el contrato de préstamo<sup>9</sup>. La estructura contractual básica que subyace en los títulos-obligaciones está constituida por la entrega de bienes fungibles con poder de disposición por parte del suscriptor (*tradens*) al emisor (*accipiens*), asumiendo éste la obligación fundamental de devolver, llegado el término final pactado —el vencimiento del título—, "cantidad igual a la recibida" (art. 312 C. de com.) o bien "otro tanto de la misma especie y calidad" (art. 1.740 C. c.), si bien tal obligación la tiene, no respecto del *tradens* del crédito propiamente dicho, sino respecto a quien resulte ser legítimo tenedor del título a su vencimiento, lo cual es consecuencia de la documentación del crédito en un título-valor.

Las notas que caracterizan y dotan de tipicidad al contrato de suscripción de títulos-obligaciones con relación al préstamo son, en esencia, las siguientes:

<sup>8</sup> Sobre la categoría de los *contratos de crédito vid.*, en nuestra doctrina, SANTOS, V., *El contrato bancario. Concepto funcional*, Bilbao 1972, pp. 243 y ss.; PAZ ARES, C., *La letra de favor*, Madrid 1987, pp. 106-108.

<sup>9</sup> Parece, pues, que nos hallamos ante un supuesto de tipicidad legal incompleta o no totalmente específica; *vid.* sobre ella GETE-ALONSO Y CALERA, M.<sup>a</sup> C., *Estructura y función del tipo contractual*, Barcelona 1979, pp. 28-29.



1.<sup>a</sup>) La *bilateralidad* propia de la suscripción de obligaciones ante la —discutida— unilateralidad del contrato de préstamo<sup>10</sup>.

2.<sup>a</sup>) La necesidad de observar un *procedimiento* y unas reglas especiales, a veces de carácter privado, a veces público, por parte del receptor del crédito (emisor), para llevar a cabo la perfección de los múltiples contratos de suscripción que éste pretende concluir<sup>11</sup>.

3.<sup>a</sup>) La inherencia entre la entrega de los medios financieros por el suscriptor y la documentación de sus derechos de crédito en *valores mobiliarios*, con lo que la primaria relación contractual (causal) se inviste de los presupuestos jurídico-formales propios de los títulos valores.

4.<sup>a</sup>) El carácter *impersonal* de cada contrato de suscripción<sup>12</sup>.

El régimen jurídico del contrato de suscripción viene determinado por las leyes aplicables a la emisión de obligaciones, así como por los pactos y cláusulas lícitas contenidas en las condiciones generales de suscripción que, como tales, tienen fuerza de ley entre las partes (art. 1.091 C. c.). Dentro de las primeras se cuentan no sólo las normas *especialmente* destinadas a regular la emisión de obligaciones, sino también aquéllas del contrato de préstamo que, como *generales*, contemplan las especiales de cada concreto contrato de crédito<sup>13</sup>. En consecuencia, el contenido de la relación obligatoria nacida entre emisor y suscriptor (o sucesivo titular de la obligación) estará configurada por la estructura propia del préstamo, pero influenciada e integrada por las especialidades propias del régimen del contrato de suscripción de obligaciones.

En consecuencia, parece que puede afirmarse que la posición activa del obligacionista se compone de tres *derechos básicos*, producto de conjugar los derechos

<sup>10</sup> Sobre la unilateralidad o bilateralidad del préstamo *vid.* SABATER BAYLE, I., *Préstamo con interés, usura y cláusulas de estabilización*, Pamplona 1986, pp. 33 y ss. y 44 y ss.; JORDANO BAREA, I., *La categoría de los contratos reales*, Barcelona 1954, pp. 134 y ss.; GIAMPICCOLO, G., voz "Mutuo (diritto privato)", en *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, vol. XXVII, Milán 1977 pp. 450-451; TETI, R., "Il mutuo" en *Trattato di diritto privato* bajo la dirección de Rescigno, vol. 12, Turín 1985, pp. 660 y ss.

<sup>11</sup> Sobre la autonomía de cada contrato de suscripción de obligaciones, así como la consecuente autonomía de la posición jurídica de cada obligacionista con relación a los demás dentro de la misma emisión, *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, cit., cap. VI, n.º 3. Las tesis aglutinadoras de los obligacionistas en una única posición jurídica, impensables en el nacimiento de los títulos-obligaciones, tenían como principal objetivo el hallazgo de un expediente jurídico para extender a la totalidad de los obligacionistas de una misma emisión las decisiones afectantes a la posición jurídica de cada uno, pero adoptadas por, casi siempre discutibles, mayorías de obligacionistas. Tal tesis aglutinadora parece estar presente en la propia LSA de 1951 (arts. 113 y 117 *in fine*).

<sup>12</sup> WEBER, M., *La bolsa. Introducción al sistema bursátil*, traducción e introducción por C. Madrenas, Barcelona 1987, p. 44.

<sup>13</sup> En este sentido, puede afirmarse que el régimen del préstamo es *absorbido* por el régimen de la emisión de obligaciones en lo que no contravenga las normas especiales de ésta. Sobre la teoría de la absorción *vid.*, en nuestra doctrina, DE CASTRO, F., *El negocio jurídico*, Madrid 1971, p. 208; ROCA JUAN, J., *El contrato de exposición*, Murcia 1948, pp. 25-28; DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos de derecho civil patrimonial*, vol. I, 2.ª ed., Madrid 1983, p. 245.

esenciales del prestamista con los especialmente derivados del contrato de suscripción de obligaciones:

1. *Derecho al cobro de las obligaciones*, derecho que se corresponde con la obligación del emisor de restituir el *tantundem* de lo recibido a título de crédito, obligación constitutiva del *objeto* del contrato<sup>14</sup>.

2. *Derecho a obtener un rendimiento*, consecuencia del natural carácter oneroso de la suscripción de obligaciones (cfr. arts. 186 y 187 C. de com.); este derecho constituye la *causa* del contrato en el sentido del art. 1.274 C. c.<sup>15</sup> y, aunque normalmente viene representado por el pago de una cantidad periódica (interés) derivada de la aplicación de un porcentaje fijo o variable (tipo de interés) al valor nominal del título, puede revestir otras modalidades<sup>16</sup>.

3. *Derecho a la documentación* del conjunto de derechos materiales que conforman su posición activa en *títulos valores (mobiliarios)*, derecho de carácter formal que es presupuesto indispensable para procurar liquidez a la inversión realizada<sup>17</sup>.

#### B) Posibles hipótesis a las que no parecen responder las cláusulas *bull* y *bear*

Para precisar la naturaleza de las cláusulas *bull* y *bear*, parece adecuado comenzar descartando aquellas posibles hipótesis que no parecen responder al perfil de las mismas. Al respecto, hemos de tener presente en todo momento que dichas cláusulas no inciden sobre el derecho del obligacionista a obtener un rendimiento, sino que inciden sobre la prestación que constituye el objeto del contrato, esto es, sobre la obligación del deudor de devolver "cantidad igual a la recibida" (art. 315 C. de com) u "otro tanto de la misma especie o calidad" (art. 1.740 C. c.), en la medida en que el emisor deberá devolver igual, mayor o menor cantidad, según resulte de la aplicación de la cláusula que corresponde según la clase de obligación, manteniéndose fuera de la influencia de ésta la forma y objeto de la prestación debida en concepto de pago del rendimiento. Por consiguiente:

<sup>14</sup> DUQUE, J., voz "Obligaciones (de Sociedades)" en *Nueva enciclopedia jurídica SEIX*, vol. XVII, Barcelona 1982, p. 866; en general, sobre el objeto del contrato de préstamo como la obligación de restitución o devolución por parte del prestatario, *vid.* GIAMPICCOLO, G., "Mutuo", cit., pp. 454-455; TETI, R., "Il mutuo", cit., pp. 656-657; GETE ALONSO Y CALERA, M.<sup>a</sup> C., *Estructura y función*, cit., p. 374; sobre las diversas formas de entender el objeto del contrato, dada la multivocidad de la palabra "objeto", *vid.* DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos*, cit., pp. 142-146.

<sup>15</sup> *Vid.* DUQUE, J. F., *Obligaciones*, cit., p. 850; *vid.* GETE ALONSO Y CALERA, M.<sup>a</sup> C., *Estructura y función*, cit., pp. 590-591.

<sup>16</sup> Por ello, parafraseando el art. 315 C. de com., el derecho a percibir un rendimiento puede definirse como toda prestación pactada a favor del obligacionista distinta al pago del valor nominal de los títulos. Coinciden con este criterio de amplitud al definir el interés en el préstamo oneroso SIMONETTO, E., *I contratti di credito*, Padua 1953, pp. 280 y ss.; GIAMPICCOLO, G., *Mutuo*, cit., p. 462, y los allí citados (en especial, nota 97).

<sup>17</sup> Sobre la posición activa del obligacionista *vid.*, *in extenso*, ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, cit., cap. VI, n.º 4.

a) Parece evidente que no se trata de una cláusula que determine rendimientos de cuantía variable en función de los beneficios obtenidos por el deudor que, como tal, diese lugar a las llamadas obligaciones con "cláusula de participación".

b) Tampoco nos hallamos ante las obligaciones con tipo de interés variable. Las cláusulas *bull* y *bear* no constituyen tipos de interés variable<sup>18</sup>. Es más, dichas cláusulas no tienen relación alguna —son independientes— con los criterios a aplicar para determinar el rendimiento de las obligaciones. De este modo, las obligaciones con cláusulas *bull* y *bear* pueden conllevar tipos de interés fijo o variable sin que la cuantía del rendimiento, producto de aplicar al valor nominal del título el tipo de interés establecido, quede influenciada por ellas, ya que el derecho del obligacionista afectado por la misma es, precisamente, el derecho al cobro del valor del título a su vencimiento, esto es, la prestación de restitución del crédito recibido que pesa sobre el deudor.

Por otro lado, las cláusulas que estudiamos no pueden calificarse como rendimiento porque no responden al carácter del mismo, es decir, sus efectos, caso que sean favorables para el obligacionista —pues pueden no serlo—, no suponen una remuneración o contraprestación en favor del obligacionista por el crédito que ha concedido al emisor.

c) Las cláusulas *bull* y *bear* no constituyen tampoco cláusulas de revalorización que dieran lugar a la calificación como *indiciadas* de las obligaciones que las contienen<sup>19</sup>. La función y los efectos de las cláusulas *bull* y *bear* no se corresponden con los propios de las obligaciones indiciadas. Como es sabido, con la indiciación del valor nominal de las obligaciones se persigue proteger el ahorro invertido en ellas de los efectos erosivos de la depreciación monetaria mediante la aplicación al valor nominal de los títulos de cláusulas objetivas susceptibles de indicar, con cierta aproximación, las cotas de depreciación —o apreciación— experimentadas por dicho valor nominal al vencimiento —y pago— de los títulos.

En cambio, en el supuesto de obligaciones con cláusulas *bull* y *bear*, tras la aplicación de las mismas, el obligacionista recibirá igual, mayor o menor cantidad que la entregada al suscribir, mas sin que ello obedezca a la inalterabilidad, depreciación o apreciación del valor nominal del título. Es más, el índice establecido (el índice general de una Bolsa de Valores en unas determinadas fechas) no es indicativo o referencial de las variaciones que pueda experimentar la moneda de pago.

d) Las cláusulas *bull* y *bear* no constituyen tampoco una suerte de *prima*. No ya por la indeterminación de la cantidad constitutiva de la misma (lo cual, por otro

<sup>18</sup> A pesar de que así parece desprenderse de la difusión publicitaria de la emisión de la CTNE mencionada en nota 3, donde se alude a una "rentabilidad variable", producto de la aplicación de la cláusula, junto a una "rentabilidad fija".

<sup>19</sup> No obstante, *vid.* CHIOMENTI, F., *Titoli obbligazionari*, cit., pp. 144 y ss., para quien las obligaciones *bull and bear* son obligaciones indiciadas; ello a pesar de reconocer (p. 152) que el deudor, debido al juego contrapuesto de las dos clases de títulos dentro de la misma emisión, devolverá un capital *globalmente* igual al del nominal emitido.

lado, no parece oponerse a la validez de tales primas inicialmente indeterminadas), sino, más bien, por la posibilidad de que el resultado económico de la aplicación de la cláusula sea *desfavorable* para el obligacionista. En efecto, al constituir la prima una suerte de rendimiento, no se corresponde con la naturaleza y función de la misma el hecho de que el obligacionista pueda recibir —por efecto de la cláusula— una suma menor que la entregada al suscribir.

e) Finalmente, parece obvio que las cláusulas *bull* y *bear* no son *condiciones* en sentido técnico. No constituyen un evento futuro e incierto a cuya producción se supedita el nacimiento de la relación obligatoria. La relación entre emisor y suscriptor existe y queda válidamente constituida desde que se dan los elementos del art. 1.261 C. c. Ciertamente, las cláusulas *bull* y *bear* introducen en la misma un evento futuro e incierto que sólo incidirá en la determinación *cuantitativa* de la obligación de devolución del valor nominal del título por el deudor, lo cual, como veremos, no implica la falta de objeto en la relación obligatoria.

### C) Carácter aleatorio de las cláusulas *bull* y *bear*

Las cláusulas *bull* y *bear* pueden calificarse como *aleatorias*. Dicho carácter aleatorio no parece discutible, pues el *quantum* de la obligación de devolución del deudor del título queda indeterminado, dependiendo su determinación de un acontecimiento incierto. Dicha incertidumbre constituye un *alea*<sup>20</sup> que, en el caso concreto que nos ocupa, incide sobre el *objeto* del contrato de suscripción de obligaciones, esto es, sobre la obligación de restituir el *tantundem* de lo recibido por parte del emisor.

Mas al tratarse de una cláusula aleatoria introducida *convencionalmente* en el seno de un contrato conmutativo, es susceptible de provocar algunos problemas o algunas de esas "sutiles discusiones" a que alude un autorizado tratadista al referirse a la introducción de cláusulas aleatorias en tipos contractuales que *per naturam* no lo son<sup>21</sup>. Por ello, se hace preciso dilucidar la influencia de este *alea* convencional sobre el régimen jurídico de la emisión de obligaciones.

<sup>20</sup> NICOLO, R., voz "Alea" en *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, vol. I, Milán 1958, pp. 1.024-1.025, 1031; Díez PICAZO, L., *Fundamentos*, I, cit., p. 81; GULLÓN, A., *Curso de derecho civil. Contratos en especial*, Madrid 1972, p. 361; GETE ALONSO Y CALERA, M. C., *Estructura y función*, cit., pp. 550, 552, 562; MONTES, V. L., "Observaciones sobre la aleatoriedad del contrato de seguro", en *Comentarios a la Ley del Contrato de Seguro*, dirigidos y editados por Verdura y Truells, vol. I, Madrid 1982, p. 179; para ÁLVAREZ VIGARAY, R., "Los contratos aleatorios (Doctrina general)", *ADC*, 1968, p. 622, *alea* y riesgo son términos equivalentes y "consiste en el hecho de que, al tiempo de la celebración del contrato, es incierto para cada una de las partes si le reportará una pérdida o una ventaja que sea proporcionada al sacrificio patrimonial a soportar"; parece que en igual sentido BOSELLI, A., voz "Alea" en *Novissimo Digesto Italiano*, vol. I, Turín 1957, p. 471; para SACCO, R., *Il contratto*, vol. VI, tomo 2 del *Trattato di diritto civile italiano* dirigido por F. Vasalli, Turín 1975, p. 834, *alea* es la incertidumbre sobre el *an* o el *quantum* de los efectos jurídicos de un contrato.

<sup>21</sup> SACCO, R., *Il contratto*, cit., p. 834.

En síntesis, el problema puede centrarse en determinar si la introducción en el contrato de suscripción de títulos-obligaciones de cláusulas aleatorias como las *bull* y *bear* produce el nacimiento de un *contrato aleatorio atípico* (por voluntad de las partes) o si, en cambio, no altera la *natural conmutatividad* del contrato de suscripción de obligaciones y, caso de que sí la altere, en qué medida influye sobre la obligación de restitución del deudor del título. Por consiguiente, es preciso que, previamente, se concrete el *significado jurídico* de un álea de estas características en la suscripción de títulos-obligaciones.

a) *Las cláusulas bull y bear no inciden sobre el "álea normal" de la relación.*— Ello parece evidente. Tal *álea normal* viene constituida por "el riesgo derivado de las oscilaciones del mercado", cuyo efecto primordial reside en que las prestaciones de un contrato conmutativo devendrán más o menos onerosas al tiempo de su cumplimiento. Es, pues, un *álea puramente económica*<sup>22</sup>.

Con relación al contrato de préstamo, cuyo esquema, como prototípico de los contratos de crédito, hemos de tener ahora presente, el *álea normal* viene representada por las oscilaciones del valor de la moneda durante el tiempo que media entre la entrega y la devolución del capital entregado a crédito<sup>23</sup>. Parece obvio que no es éste el tipo de *álea* introducida por las cláusulas *bull* y *bear*.

b) *Las cláusulas bull y bear no suponen la introducción de un álea convencional en sentido propio en la relación emisor-tenedor de la obligación.*— Tampoco parece tratarse de un *álea convencional* en sentido estricto que, como tal, diera origen a un "contrato aleatorio por voluntad de las partes" (cfr. art. 1.467 C. civile italiano de 1942)<sup>24</sup>. Es decir, a un contrato que por naturaleza es conmutativo, pero en el

<sup>22</sup> DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos*, I, cit., p. 81; para NICOLO, R., "Álea", cit., p. 1.026, se trata de un *álea* que no se inserta en el contenido del contrato para calificar la función del mismo, sino que es extrínseca, por cuanto el hecho que se conecta con el desarrollo ejecutivo de la relación contractual depende de factores externos sólo estadísticamente conaturales a un determinado mecanismo contractual; para BOSELLI, A., "Álea", cit., p. 471, *álea normal* es "riesgo externo" o margen de tolerancia entre el riesgo puro, siempre extraño al cambio-contractual, y la causa típica del negocio (p. 476); para SACCO, R., *Il contratto*, cit., p. 834, se traduce en una incertidumbre o riesgo puramente económico; en el mismo sentido BIANCHI D'ESPINOSA, L., *I contratti di borsa. Il rapporto*, vol. XXXV, tomo 2.º del *Trattato di diritto civile e commerciale*, de CICU y MESSINEO, Milán 1969, p. 381; para GABRIELLI, E., "Contratto di borse, contratti aleatori e álea convenzionale implicita", *BBTC*, 1986, p. 573, el *álea normal* es externa al contrato y "no produce una verdadera y propia transformación causal del negocio"; *vid.* DI GIANDOMENICO, G., *Il contratto e l'álea*, Padua, 1987, p. 76-77, quien señala que el *álea normal* es la posibilidad inherente a todo contrato con ejecución no inmediata, de oscilaciones del valor de las recíprocas prestaciones causadas por las normales fluctuaciones del mercado.

<sup>23</sup> BOSELLI, A., "Álea", cit., p. 476.

<sup>24</sup> *Vid.* NICOLO, R., "Álea", cit., p. 1.027; ÁLVAREZ VIGARAY, R., "Los contratos aleatorios", cit., p. 632; DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos*, I, cit., pp. 82 t 82; GUILARTE ZAPATERO, V., *Comentarios al Código civil y compilaciones forales EDERSA*, tomo XXII, vol. 1.º, Madrid 1982, pp. 322 y ss.; BOSELLI, A., "Álea", cit., p. 474; SACCO, R., *Il contratto*, cit., pp. 834-835; ASCARELLI, T., "Aleatorietà e contratti di borsa", *BBTC*, 1958, pp. 447-448; GABRIELLI, E., "Contratti di borsa", cit., pp. 576 y ss.

que por voluntad de las partes se introduce un alea en sentido técnico, esto es, tal y como se configura en los contratos aleatorios típicos: como elemento esencial o intrínseco del sinalagma que condicionará ab initio la relación obligatoria, en el sentido que, necesariamente, el intercambio de prestaciones se convertirá en un intercambio entre una prestación cierta y una prestación absolutamente incierta, determinable en lo sucesivo al verificarse un evento futuro, o bien dicha alea actuará como evento que determinará el sujeto obligado a cumplir la prestación<sup>25</sup>. Se trata de un alea *jurídica*, intrínseca, que, introducida "por voluntad de las partes", afecta esencialmente a la estructura del contrato tipo de manera que, convencionalmente, surge una relación aleatoria<sup>26</sup> partiendo del esquema propio de un contrato conmutativo *per naturam*<sup>27</sup>.

Trasladado este planteamiento a la suscripción de títulos-obligaciones, tendríamos que la obligación del deudor de restituir el *tantundem* no sólo se hallaría cuantitativamente indeterminada, sino que se produciría una incertidumbre absoluta sobre la misma, tanto en lo relativo a su cuantía como en lo relativo a su propia existencia. Es decir, que de ser éste el carácter de las cláusulas *bull* y *bear*, se derivaría la transformación en aleatorio del carácter conmutativo propio del contrato de suscripción de títulos-obligaciones. La consecuencia jurídica inmediata se hallaría en el abandono del objeto característico de este contrato. Ello conllevaría la inaplicación al mismo del régimen jurídico propio de la emisión de obligaciones, ya que los títulos en los que se documentarían tales contratos aleatorios atípicos no podrían ser calificados como verdaderos títulos-obligaciones, sino, más bien, como documentos representativos de una apuesta, billetes de lotería o similares. Parece imposible afirmar, pues, que la introducción de una aleatoriedad *intrínseca* en el contrato de suscripción de obligaciones tendría como consecuencia la inaplicación al supuesto concreto del régimen de éstas, al despojarlas de su carácter de títulos que documentan un derecho de crédito al pago de una suma determinada de dinero (objetivo del contrato subyacente), que constituye su valor nominal (*vid.* arts. 112.5.º y 116.3.º LSA).

<sup>25</sup> NICOLO, R., "Alea", cit., p. 1.029.

<sup>26</sup> DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos*, I, cit., p. 82; MONTES, V. L., "Observaciones", cit., p. 182.

Es importante señalar la diferencia entre álea convencional como extensión del álea normal del contrato y la configuración de un contrato aleatorio por voluntad de las partes. En el primer caso, el contrato continúa siendo conmutativo, en el segundo es ya aleatorio (atípico); *vid.* sobre ello NICOLO, R., "Alea", cit., pp. 1.027 y 1.029, así como las consideraciones de DI GIANDOMENICO, G., *Il contratto e l'alea*, cit., pp. 228 y ss. (en especial, pp. 232, 237-240).

<sup>27</sup> Por consiguiente, en tales casos, una cláusula aleatoria de tal carácter dará lugar al nacimiento de un contrato aleatorio *atípico*, en razón a que los contratantes, para la consecución de un fin práctico, se valen del esquema de un contrato normalmente conmutativo en el que insertan un álea que se constituye, jurídicamente, en elemento esencial del contrato, y no como mero elemento accidental determinante del resultado económico de las contraprestaciones. Sobre la plena admisibilidad de los contratos aleatorios atípicos *vid.* ALVAREZ VIGARAY, R., "Los contratos aleatorios", cit., pp. 630-631; GUILARTE ZAPATERO, V., *Comentarios*, cit., p. 333; MONTES, V. L., "Observaciones", cit., p. 188.

c) *Las cláusulas bull y bear suponen la introducción de un alea que incide únicamente sobre la determinación del objeto del contrato en su aspecto cuantitativo, por lo cual es un alea eventual y no intrínseca.*— Las cláusulas *bull* y *bear* no introducen un alea intrínseca en la relación emisor-tenedor del título. El alea se introduce como simple elemento *accidental* del contrato, puesto que no influye sobre la existencia y determinación física de las prestaciones hasta, quizá, determinar la falta absoluta de la prestación debida en concepto de pago del título-obligación. Dicha prestación queda establecida desde el momento de la suscripción, si bien su determinación cuantitativa se somete a la influencia de una cláusula de carácter aleatorio. Tal álea no tiene entidad para transformar en aleatorio el contrato de suscripción de obligaciones, puesto que se sigue observando la conmutatividad en el mismo.

Efectivamente, observamos, por un lado, que el alea no invade el total contenido de la relación obligatoria, pues no afecta al derecho del obligacionista a la obtención de un rendimiento. Por otro lado, en cuanto al derecho al cobro de las obligaciones —derecho sobre el que incide—, se observa que su influencia queda *controlada* cualitativa y cuantitativamente. Cualitativamente, porque dicho derecho —y su correlativa obligación— no queda sustancialmente transformado en ningún caso y continúa existiendo como tal; cuantitativamente, porque los efectos de la cláusula aplicable a cada clase de obligaciones para determinar el *quantum* de la prestación debida en concepto de pago del valor del título quedan *limitados* por encima y por debajo de la cantidad constitutiva de dicho valor nominal en una medida que razonablemente permite afirmar que no se transforma el contrato de crédito (inicial) en otro de naturaleza intrínseca aleatoria, ya que el exceso o defecto sobre el valor nominal del título, que el deudor ha de pagar o dejar de pagar tras la aplicación de dicha fórmula, no tiene entidad cuantitativa suficiente para afirmar que la obligación de devolución se ha transformado sustancialmente.

Es más, cabe señalar que el control de la influencia cuantitativa de las cláusulas *bull* y *bear* sobre el derecho del obligacionista al cobro de las obligaciones es un *elemento necesario* para calificar como títulos-obligaciones a los títulos que la incorporen, pues parece que de no hallarse controlada dicha influencia —o bien, los parámetros de control fueran excesivamente laxos—, podría afirmarse con fundamento la pérdida del carácter de títulos-obligaciones de tales títulos, con la consiguiente inaplicación a los mismos del régimen jurídico de la emisión de obligaciones.

#### IV. INCIDENCIA DE LAS CLÁUSULAS *BULL* Y *BEAR* SOBRE EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS TÍTULOS-OBLIGACIONES

##### A) Sobre la relación subyacente a las obligaciones

Puede afirmarse que las cláusulas *bull* y *bear* no alteran el perfil básico de la suscripción de obligaciones, aunque es indudable que introducen en dicho contrato una *prestación extraña o anómala*<sup>28</sup>; extrañez o anomalía, dado que la obligación de devolución del *tantundem* típica del objeto del préstamo queda influenciada por un álea. Álea que, recordemos, no alcanza un grado capaz de transformar en aleatorio el contrato, porque dicha álea sólo constituye un elemento a través del cual, y dentro de unos límites, se determina el *quantum* de la obligación de devolución del deudor del título. Se trata de un álea extrínseca que no produce una transformación estructural del contrato.

Al hallarnos ante un álea de este carácter, tenemos, en primer lugar, que son inaplicables al supuesto los efectos típicos de los contratos aleatorios, pues no estamos ante un contrato aleatorio, siquiera atípico. En consecuencia, sí serían aplicables, si procediera, la rescisión por lesión y la resolución (o revisión) por excesiva onerosidad sobrevenida, propias de los contratos conmutativos, así como la resolución por la sobrevenida alteración o imposibilidad del evento al que las partes sometían sus respectivas contraprestaciones<sup>29</sup>. Mas parece que esta última causa en especial sería susceptible de provocar solamente la ineficacia de las cláusulas *bull* y *bear* y no provocar la resolución del contrato (*vid. infra*).

En segundo lugar, parece conveniente referirnos, aunque sea brevemente, a la influencia que la indeterminación cuantitativa de la prestación objeto del contrato puede tener sobre la validez del negocio de suscripción, en cuanto el objeto es elemento fundamental de todo contrato (art. 1.261 C. c.). Parece al respecto que, en nuestro derecho positivo, existe suficiente base para admitir la validez de negocios en los que alguna de las prestaciones queden inicialmente indeterminadas en la cantidad, con tal de que sea posible determinarla sin necesidad de nuevo convenio (art. 1.273 C. c.). Nada impide, pues, que, en virtud de la libertad de pactos que nuestro Derecho reconoce (art. 1.255 C. c.), las partes convengan que la determinación de alguna de las prestaciones, querida en sí, sea cumplida, previa determinación del *quantum* a través de un medio indirecto que tiene la función de completar el elemento del negocio hasta ese momento indeterminado, es decir,

<sup>28</sup> *Vid.* DE CASTRO, F., *El negocio jurídico*, cit., p. 206.

<sup>29</sup> Sobre los efectos de los contratos aleatorios *vid.* ALVAREZ VIGARAY, R., "Los contratos aleatorios", cit., pp. 631 y ss.; MONTES, V. L., "Observaciones", cit., pp. 189-190; ASCARELLI, T., "Aleatorie-tà", cit., pp. 445 y 448.



nada impide que las partes incluyan pactos dirigidos a la determinación de alguna de las prestaciones constitutivas del objeto del contrato inicialmente indeterminadas<sup>30</sup>. En nuestro concreto caso, como sabemos, la determinación se produce mediante la aplicación de cláusulas que constituyen fórmulas matemáticas en las cuales se incluyen variables (el índice general de una Bolsa de Valores en determinadas fechas) de naturaleza aleatoria.

## B) Sobre el régimen de los títulos-obligaciones

No es éste el lugar adecuado para estudiar el régimen jurídico de la emisión de obligaciones, pero sí para, teniendo presente el mismo, analizar las condiciones de licitud de la inserción de cláusulas de carácter aleatorio en títulos-obligaciones.

En particular, las cláusulas *bull* y *bear* pueden influir en los siguientes ámbitos: 1.º) en el cálculo del *límite de emisión* establecido por los arts. 111 LSA y 1 L. de 24 de diciembre de 1964; 2.º) en la *igualdad* de los títulos, exigida por el art. 112 LSA; 3.º) en la composición y acuerdos de la *asociación de obligacionistas*.

1.º) El art. 111 LSA prohíbe a las sociedades anónimas que el importe total de obligaciones u otros títulos que reconozcan o creen una deuda supere la cuantía del capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda<sup>31</sup>. De dicho "importe total" ha de descontarse la cuantía de obligaciones especialmente garantizadas que, con arreglo al art. 114 LSA, no son conmutables para el cálculo del límite.

Parece conveniente, antes de entrar en el examen de la influencia de las cláusulas *bull* y *bear* en este aspecto, recordar que el límite de emisión no constituye una garantía en sentido técnico o estricto. Se trata, más bien, de un elemento económico cuyo alcance es meramente preventivo o precaucional<sup>32</sup>, y cuya principal función parece ser la de evitar desequilibrios financieros entre el capital ajeno y el aportado por los socios, así como modular la capacidad ideal de solvencia del emisor respecto a la cuantía de la deuda que trata de contraer con los inversores. En este último sentido, puede afirmarse que el límite de emisión se establece más en función de la suma que el emisor habrá de pagar al vencimiento de las obligaciones, que en función de la cuantía por la que podrá quedar endeudado con los obligacionistas en el momento de expresar la oferta pública de suscripción de las obligaciones.

<sup>30</sup> Vid. ROCA JUAN, J., *Determinación indirecta de la prestación en la relación obligatoria (notas sobre la determinación al arbitrio de tercero)*, Murcia 1952, pp. 20-21.

<sup>31</sup> Un examen de los componentes del límite de emisión en ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos*, cit., cap. IX, 3.1.

<sup>32</sup> DUQUE, J. F., "Obligaciones", cit., p. 827.

Teniendo esto en cuenta, y en relación con las cláusulas *bull* y *bear*, puede afirmarse que el art. 111 LSA no será vulnerado si el límite de emisión es calculado atendiendo, no a la suma total del valor nominal de las obligaciones a emitir, sino en atención al valor representado por la suma total que el emisor podría verse obligado a pagar de serle desfavorables las consecuencias derivadas de tales cláusulas. En consecuencia, es preciso contabilizar, para establecer el límite, el importe nominal puesto en circulación más el importe de lo que el deudor podría pagar a consecuencia del juego desfavorable de *cada una* de las cláusulas. Y es preciso subrayar el *cada una* de las cláusulas por la influencia decisiva que el principio de igualdad establecido en el art. 112 LSA tiene en el mecanismo de emisión de tales títulos en el Derecho español, como veremos seguidamente.

2.º) El art. 112 LSA establece el *principio de igualdad* entre las obligaciones de una misma emisión: "los títulos de una misma emisión deberán ser iguales".

Tal igualdad puede desdoblarse en dos aspectos: uno formal y otro sustancial. El aspecto sustancial, más importante y decisivo, es el relativo al contenido de derechos que cada obligación otorga a su titular; el aspecto formal se ciñe a la exigencia de que los títulos de una misma emisión tengan el mismo valor nominal. Conjugando ambos, puede afirmarse que el principio de igualdad, entendido en *términos absolutos*, requiere que las obligaciones de una misma emisión tengan el mismo valor nominal y confieran los mismos derechos a sus titulares<sup>33</sup>. Pero nos referimos al principio de igualdad "en términos absolutos", porque no está claro —aunque parece que pueden admitirse— si vulneraría el principio de igualdad *ex art. 112 LSA* la existencia de "series" de obligaciones dentro de una misma emisión, esto es, obligaciones integradas en la misma emisión cuyo valor nominal sea distinto, aunque en proporción al mismo los derechos que reportan a sus titulares sean iguales. Mas, en cualquier caso, es del todo cierto que el aspecto material del principio de igualdad tiene carácter absoluto y que, por consiguiente, impide que, dentro de la misma emisión, coexistan obligaciones cuyo contenido obligacional no sea igual. Es decir, impide la existencia de diferentes *clases* de obligaciones dentro de la misma emisión, esto es, de títulos-obligaciones que siendo de la misma emisión confieren diferentes derechos a sus titulares.

Aplicado ello a las cláusulas *bull* y *bear*, no parece discutible que el mecanismo económico perseguido por el emisor con las mismas, consistente en compensar sus efectos contrapuestos, no puede practicarse *dentro de la misma* por impedir el art. 112 LSA la existencia de *clases* de obligaciones dentro de una misma emisión.

En efecto, no parece difícil percatarse de que la introducción de las cláusulas *bull* y *bear* al cincuenta por ciento entre los títulos de una misma emisión provoca la existencia de dos clases de títulos dentro de la misma, en cuanto que no son

---

<sup>33</sup> Vid. URÍA, R., en *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas* en colaboración con GARRIGUES, J., vol. II, 3.ª ed. revisada por A. Menéndez y M. Olivencia, Madrid 1976, p. 509; DUQUE, J. F., "Obligaciones", cit., p. 849.

iguales los derechos que se derivan de cada una de las cláusulas, sino precisamente contrapuestos.

Ello no significa, en cambio, que el fin económico perseguido con este tipo de cláusulas no sea practicable en nuestro Derecho. Lo que el art. 112 LSA impide es la existencia de clases de obligaciones dentro de una misma emisión, pero nada impide que el emisor realice dos emisiones distintas y simultáneas con las mismas condiciones de suscripción, salvo en lo relativo a las cláusulas *bull* y *bear*, cada una de las cuales las incluirá exclusivamente cada una de las emisiones<sup>34</sup>.

Por otro lado, como veremos seguidamente, la desigualdad de los títulos es susceptible de entorpecer el funcionamiento de la asociación de obligacionistas.

3.º) La asociación de obligacionistas tiene como pilar fundamental la igualdad de derechos entre los obligacionistas que la componen. Sin igualdad entre los obligacionistas no puede construirse la comunidad de intereses que posibilita la actuación conjunta de éstos en defensa de sus derechos o intereses, en tanto comunes (*vid.* arts. 118 y 122 *in fine* LSA). En tal dirección, las cláusulas *bull* y *bear* producen desigualdad entre los obligacionistas si coexisten dentro de la misma emisión, pues divide a los titulares de obligaciones contrapuestas en cuanto a ellas, los cuales dejarán de estar en situación de interés común, no ya sólo respecto de las cláusulas en cuestión, sino ante otras situaciones, por efecto reflejo de las mismas.

Así, no parece que los obligacionistas titulares unos de obligaciones *bull* y otros de obligaciones *bear* puedan decidir *conjuntamente* sobre cada una de estas cláusulas que caracterizan a sus obligaciones. Cuestiones como, por ejemplo, su sustitución o transformación en otra suerte de prestación que, en una situación de igualdad, serían admisibles, no pueden serlo ahora, ya que no existe igualdad respecto a las mismas. En efecto, parece evidente que, vista la evolución del índice de Bolsa a aplicar, y teniendo en cuenta que los efectos son contrapuestos entre las dos cláusulas, los titulares de las obligaciones favorecidas por la evolución de dicho índice se hallen sistemáticamente en contra de lo que convendría a los titulares de las desfavorecidas.

<sup>34</sup> En este sentido, la emisión de la CTNE mencionada en nota 3 incumple el principio de igualdad exigido por el art. 112 LSA. Quizá, por ello, no sea aventurado afirmar que las cláusulas *bull* y *bear*, provocantes de la desigualdad en este caso, son nulas y no producen sus efectos. Esto es, es posible que nos hallemos ante un caso de nulidad parcial en la medida en que una parte del negocio resulta conforme y otra contraria a Derecho. Dicha nulidad parcial puede deducirse de la interpretación del negocio, pues es posible concluir la validez de la emisión si consideramos que las circunstancias del caso y las exigencias de la buena fe permiten afirmar la subsistencia y validez de los contratos de suscripción de obligaciones, aunque las cláusulas *bull* y *bear* sean nulas por contravenir una norma imperativa como es el art. 112 LSA; sobre la nulidad parcial *vid.* DE CASTRO, F., *El negocio jurídico*, cit., pp. 491-494. Anótese que el art. 5 del Reglamento del Registro Mercantil dispone la obligación del Registrador de examinar si los documentos presentados a inscripción cumplen los preceptos legales de carácter imperativo. Sobre el dudoso alcance de la responsabilidad del comisario *ex art.* 113 pf. 2.º LSA ante esta posible infracción, *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos*, cit., cap. IV, n.º 3.

Del mismo modo, la división provocada entre los obligacionistas debido a la influencia contrapuesta de las cláusulas *bull* y *bear* tendrá importantes efectos reflejos ante ciertas hipótesis. Así, por ejemplo, un acuerdo de reembolso anticipado, o de prórroga del vencimiento de los títulos, no producirá los mismos efectos ante los titulares de obligaciones con cláusula *bull* que ante los titulares de obligaciones con cláusula *bear*, de mantenerse la efectividad de las mismas. Es decir, ante tales modificaciones, los obligacionistas no se hallan en la *misma* situación, puesto que es posible que la anticipación o prórroga del vencimiento por decisión de la asamblea conlleve beneficios para unos y perjuicios para otros, si es que la anticipación o prórroga del vencimiento conlleva la anticipación o prórroga del término de aplicación las cláusulas *bull* y *bear*. Añádase a ello que una reserva del derecho al reembolso anticipado de las obligaciones por parte del emisor *ex art.* 128.1.º LSA podría constituir una suerte de cláusula abusiva de no preverse una solución equitativa sobre los efectos de las cláusulas *bull* y *bear*.

Por otro lado, piénsese que la objetividad necesaria que el comisario ha de guardar como legitimado activo para el ejercicio de actuaciones y acciones en interés de los obligacionistas le sería muy difícil de observar, pues ante situaciones de dilema en las que la actuación en favor de unos desfavorecería a los otros a causa de la ausencia de una situación de interés común provocada por las cláusulas, ¿qué criterios habría de seguir teniendo esto en cuenta?

La solución a estos problemas, de mantenerse la validez de cláusulas aleatorias con efectos contrapuestos dentro de la misma emisión, parece encontrarse en la escisión en dos partes de la asociación de obligacionistas, solución cuya licitud, no obstante, no parece poder afirmarse a la vista de los arts. 112 y 113 LSA.