

XXXI CONGRESSO  
PAN-AMERICANO  
DE AVALIAÇÕES

19 A 21 OUT

**UPAV**

**MERCADO DE REAL  
ESTATE, AVALIAÇÃO E  
CICLOS ECONÔMICOS:**  
O CENÁRIO PAN-AMERICANO

▶ **2016 BRASIL**  
RIO DE JANEIRO  
HOTEL WINDSOR BARRA

**EVOLUCIÓN RECIENTE EN RESPONSABILIDAD CIVIL  
PROFESIONAL EN EL ÁMBITO DE LA VALORACIÓN  
INMOBILIARIA PARA FINALIDADES DE GARANTÍA DE  
PRÉSTAMO: EL CASO TITAN V COLLIERS**

Leandro Sergio Escobar Torres

Promoção



Organização



## Índice

Resumen .....	3
Palabras clave .....	3
1. Introducción .....	4
2. El contexto del caso: la titulización hipotecaria .....	6
2.1. Aspectos básicos de la titulización hipotecaria .....	6
2.2. El riesgo inmobiliario en el mercado hipotecario.....	7
2.3. La importancia de una correcta valoración de los inmuebles .....	9
3. Aspectos principales del caso .....	11
3.1. Los sujetos .....	11
3.2. El inmueble objeto de valoración .....	14
3.3. Histórico de operaciones relacionadas con el inmueble .....	16
3.4. La valoración del bien por parte de Colliers a fines de 2005 .....	18
3.5. El préstamo concedido por Credit Suisse a Valbonne .....	18
3.6. La venta y titulización del préstamo .....	19
3.7. Las situaciones concursales y los fallidos.....	21
3.8. La ejecución de la garantía .....	21
3.9. La demanda judicial .....	21
4. Evolución judicial de la cuestión .....	23
4.1. Aspectos generales.....	23
4.2. Posiciones de los peritos de las partes .....	24
4.3. La decisión en primera instancia.....	25
4.4. La decisión en segunda instancia .....	27
4.5. Estado actual del asunto .....	31
5. Análisis .....	32
5.1. Aspectos generales.....	32
5.2. El alcance subjetivo de la responsabilidad civil profesional derivada del ejercicio de la valoración .....	32
5.3. La negligencia en la valoración .....	34
6. Conclusiones .....	38
7. Bibliografía .....	40
Publicaciones.....	40

## Resumen

La **valoración de bienes inmuebles**, en especial en el ámbito de los mercados financieros, reviste una importancia fundamental para reforzar la **confianza de los inversores**; la realización negligente de una valoración puede conllevar consecuencias muy graves.

**Titan v Colliers**, un caso reciente de la jurisprudencia británica que todavía no se ha terminado de cerrar, refleja este aspecto de manera paradigmática y puede decirse que supone un antes y un después en la **consideración de la responsabilidad civil profesional** derivada de los servicios de valoración inmobiliaria.

El presente trabajo **analiza las sentencias correspondientes** al caso, dentro del ámbito de sus circunstancias fácticas y jurídicas, haciendo hincapié en los **aspectos de valoración** y en las **consecuencias** que los fallos emitidos por los distintos órganos jurisdiccionales pueden llegar a tener en la consideración de los **servicios de valoración inmobiliaria para finalidades financieras**, no solamente en el ámbito anglosajón, sino en todo el mundo.

## Palabras clave

Valoración

Responsabilidad civil profesional

Titan v Colliers

Negligencia en la valoración

Titulización hipotecaria

Títulos hipotecarios (MBS)

Títulos hipotecarios comerciales (CMBS)

## 1. Introducción

La **valoración de bienes inmuebles**, en especial en el ámbito de los **mercados financieros**, reviste una importancia fundamental para reforzar la confianza de los inversores, por lo que debe llevarse a cabo por personas competentes, con un comportamiento ético pleno, conocimiento del mercado relevante y conforme a unas reglas de trabajo claras y ajustadas a la finalidad de la valoración.

De esta forma, la realización deficiente de una valoración puede conllevar consecuencias muy graves. De hecho, la **responsabilidad de los profesionales de la valoración inmobiliaria** puede llegar a cotas difícilmente imaginables en el momento de contratar sus servicios.

Titan v Colliers, un **caso reciente de la jurisprudencia británica** que todavía no se ha terminado de cerrar<sup>1</sup>, refleja este aspecto de manera paradigmática y puede decirse que **supone un antes y un después** en la consideración de la responsabilidad civil profesional derivada de los servicios de valoración inmobiliaria.

El presente trabajo **analiza las sentencias** correspondientes al caso, dentro del ámbito de sus circunstancias fácticas y jurídicas, haciendo hincapié en los aspectos de valoración y en las consecuencias que los fallos emitidos por los distintos órganos jurisdiccionales pueden llegar a tener en la consideración de los servicios de valoración inmobiliaria para finalidades financieras, no solamente en el ámbito anglosajón, sino en todo el mundo.

De esta forma, el trabajo tiene la siguiente **estructura**:

· **Contexto del caso**, en el que se enuncian los aspectos básicos de la titulación hipotecaria, así como se señala la importancia de un correcto estudio de riesgos en el mercado de crédito hipotecario y, como corolario, se destaca el papel de los informes de valoración de inmuebles como herramienta para la medición y gestión del riesgo inmobiliario.

---

<sup>1</sup> En el momento de redactar este trabajo, Titan tiene solicitado recurso al Tribunal Supremo del Reino Unido.

· **Aspectos principales del caso.** Parte del análisis de los **protagonistas** y pasa por el estudio de los rasgos más destacables del **inmueble** objeto de valoración, mencionando las **operaciones financieras** de las que este fue objeto durante los años previos a la valoración objeto del proceso judicial, explicando la propia **valoración**, el **préstamo hipotecario** concedido con base en ella y la **titulización** de dicho préstamo. Además, explica las fases de **situación concursal y fallidos** por la que pasan los distintos instrumentos financieros, el consiguiente inicio de la **ejecución de la garantía** y la **demanda judicial** subsiguiente.

· **Evolución judicial** de la cuestión. Parte de los **aspectos generales**, repasa las **posiciones de los peritos** y resume las correspondientes **sentencias**, tanto la de primera instancia como la de apelación, mencionando al final el **estado actual** del asunto.

· **Análisis** de las cuestiones más relevantes del caso. Compuesto de tres apartados: **aspectos generales**, alcance de la **responsabilidad civil** profesional y **negligencia** en la valoración.

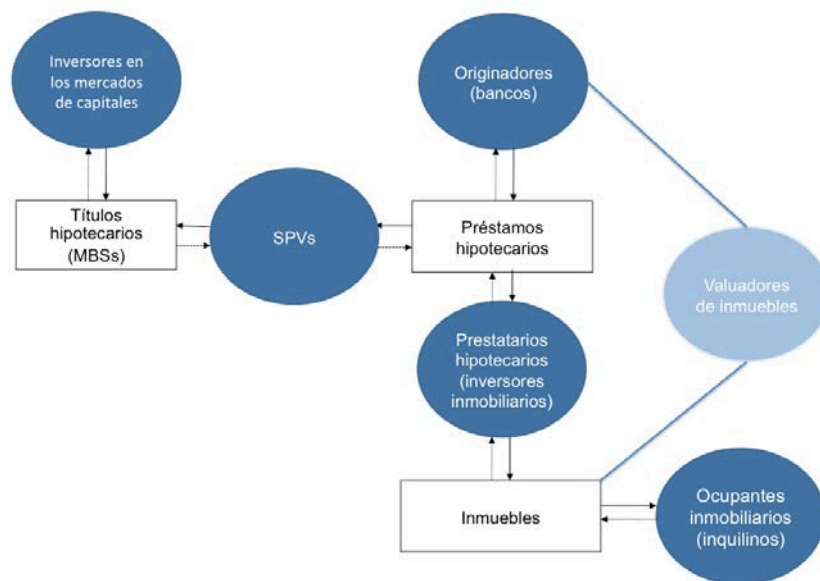
· **Conclusiones y bibliografía.**

## 2. El contexto del caso: la titulización hipotecaria

### 2.1. Aspectos básicos de la titulización hipotecaria

Como es bien sabido, el origen de la **crisis económica global** de la primera década del siglo XXI se encuentra en el desplome, en el verano de 2007, del valor de los títulos hipotecarios emitidos por bancos estadounidenses y europeos (la llamada crisis *subprime*)<sup>2</sup>.

La **titulización inmobiliaria** puede definirse, con TEGoVA<sup>3</sup>, como el proceso de conversión de activos inmobiliarios en títulos valores negociables mediante la agregación de instrumentos representativos de capital o deuda (como por ejemplo préstamos hipotecarios) y la redirección de sus flujos de efectivo hacia los inversores.



Esquema básico de la titulización hipotecaria y el papel de la valoración inmobiliaria (elaboración propia).

El **originador** (habitualmente una entidad de crédito) transfiere los instrumentos a un **vehículo de finalidad especial** (SPV, por sus iniciales en inglés<sup>4</sup>), que emite **títulos hipotecarios** en los mercados de capitales, donde normalmente serán adquiridos por inversores (instituciones de crédito, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.).

<sup>2</sup> ESCOBAR (2010).

<sup>3</sup> TEGoVA (2016).

<sup>4</sup> Los vehículos de finalidad especial (SPVs) son entes creados expresamente para adquirir y financiar determinados activos. Normalmente lo instituye la entidad que posee los activos subyacentes. A menudo se la dota de un estatuto jurídico especialmente diseñado para asegurar sus obligaciones incluso si la empresa matriz entra en situación de quiebra – cuando esto ocurre, se puede decir del vehículo que es *bankruptcy-remote* (TEGoVA, 2016).

A los títulos garantizados por activos inmobiliarios se los denomina **PRABS** (por sus iniciales en inglés). Pueden ser títulos hipotecarios (MBS) o títulos inmobiliarios en los que el activo es el propio inmueble. Algunos instrumentos combinan ambos subyacentes, como los PRABS que se basan en los ingresos de un proyecto inmobiliario.

Generalmente existen **dos tipos de MBS**, que fundamentalmente reflejan la división entre carteras al por menor y al por mayor:

- **Títulos hipotecarios residenciales (RMBS)**, basados en préstamos hipotecarios residenciales.
- **Títulos hipotecarios comerciales (CMBS)**, basados en préstamos hipotecarios comerciales.

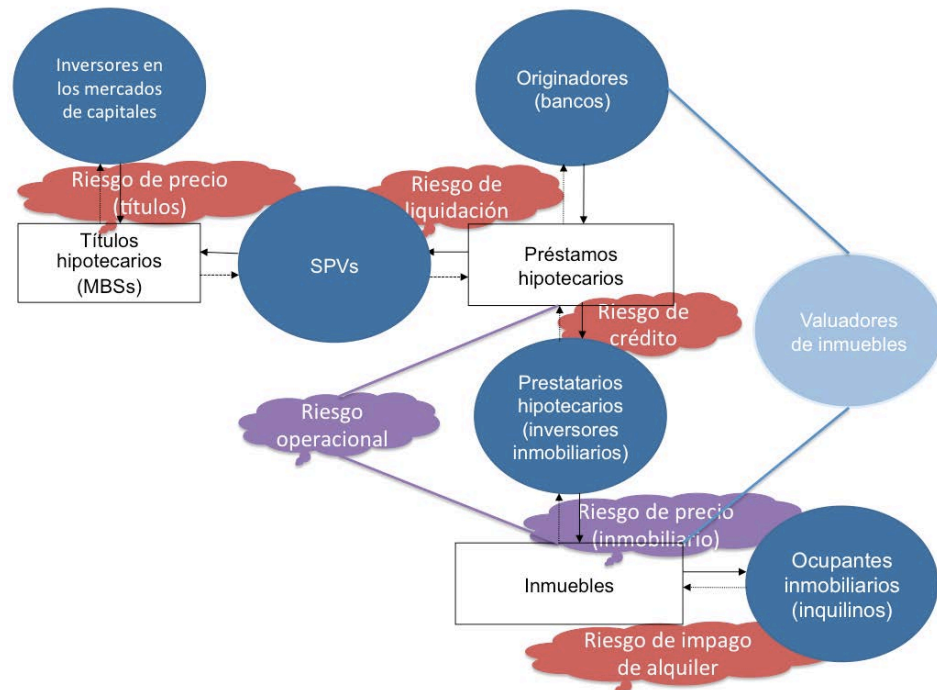
## **2.2. El riesgo inmobiliario en el mercado hipotecario<sup>5</sup>**

El origen de la crisis deja patente el **importantísimo papel que desempeña una correcta valoración** de los riesgos inmobiliarios en el ámbito financiero<sup>6</sup>. Dichos riesgos pueden identificarse, al igual que la crucial relación entre los valores de los activos en los mercados inmobiliarios y en los mercados financieros, analizando el esquema que se presenta en el gráfico siguiente.

---

<sup>5</sup> Tomado de ESCOBAR (2011).

<sup>6</sup> Si el sistema ha fallado, no puede decirse que se deba necesariamente a una maldad intrínseca del proceso de titulización hipotecaria que tan buenos resultados ha ofrecido en el pasado. La crisis del modelo puede más bien achacarse a un uso incorrecto y abuso de la herramienta, en especial por una deficiente estimación de los distintos tipos de riesgos que desempeñan un papel en esta obra y por la falsa expectativa de que los incrementos de los precios de los inmuebles pueden crecer de manera sostenible por muy lejos que se ubique el horizonte de referencia (ESCOBAR, 2010).



Riesgos fundamentales en la titulización hipotecaria (elaboración propia).

En primer lugar, destaca el **riesgo de crédito** consistente en el peligro de que el deudor hipotecario no lleve a efecto en tiempo y forma los pagos a que le obliga el cumplimiento del contrato de préstamo perfeccionado con la entidad de crédito. Se trata, por tanto, de un riesgo de liquidación o entrega cuya evaluación deberá llevarse a cabo por el servicio de riesgos de la correspondiente entidad de crédito, habitualmente a través de un proceso de *credit scoring*, pero que requiere para su correcta evaluación de la asignación al inmueble de un valor adecuado a la actividad hipotecaria (como se explica más abajo).

No obstante, también existe **riesgo de liquidación** en el mercado secundario, puesto que la entidad emisora de los títulos podría (e.g. en caso de quiebra) no pagar adecuadamente a los inversores. Adicionalmente, existe un claro **riesgo de emisor**, ya que, tal y como ocurrió en el verano de 2007, puede darse un cambio adverso en el valor de mercado de los títulos provocado por un cambio en la percepción del mercado respecto de la solvencia del emisor. Estos tipos son objeto de estudio por parte de los analistas de los correspondientes mercados.



Desde el punto de vista del **riesgo de mercado**, además del **riesgo de precio** a que puedan estar sujetos los **títulos** en sí mismos por las posibles fluctuaciones de su cotización en el mercado (a estudiar también por los analistas de ese mercado), existe un evidente **riesgo de precio relativo a los inmuebles** que garantizan los préstamos titulizados: si dichos bienes no están correctamente valorados, a la hora de ejecutarlos y liquidarlos (en caso necesario, por impago del prestatario hipotecario), la entidad de crédito prestamista podría encontrarse con que no puede recuperar la totalidad de lo prestado (más los gastos originados en el proceso de ejecución), lo que conllevaría una pérdida que podría repercutir tanto en la cotización del título en sí mismo como incluso en la propia capacidad de repagarlo, dependiendo de las condiciones legales y contractuales en que se base.

Cuando los inmuebles son de inversión, también han de tenerse en cuenta los **riesgos relacionados con el arrendamiento**: impago de recibos, deterioro del activo, insolvencia del arrendatario, períodos de vacancia, incapacidad de adaptación del activo a otros potenciales usuarios, etc.

Por último, no debe olvidarse que el **riesgo operativo** también está presente en este esquema: tanto en la originación como en el mercado secundario, pueden darse fraudes, errores o acciones negligentes o dolosas que redunden en pérdidas para todos o alguno de los agentes implicados en el sistema.

### **2.3. La importancia de una correcta valoración de los inmuebles**

Por tanto, además del papel que desempeñen los analistas de riesgos de la entidad de crédito y de las instituciones tituladoras, gestoras o aseguradoras, aquí también resulta de extrema importancia la **correcta realización del informe de valoración del inmueble**, puesto que este debe quedar identificado de manera única e inequívoca, de forma que la garantía real del préstamo sea también verdadera. Así, “es de nuestra competencia advertir en los informes de tasación de todas aquellas circunstancias o hechos que puedan originar una variación en el valor del bien hipotecado, comprado o vendido, tales como, por ejemplo, la no coincidencia de las superficies del bien

visitado con las que aparecen en los títulos de propiedad o, en caso de estar en renta, no haber dispuesto del correspondiente contrato”<sup>7</sup>.

Por tanto, los **informes de valoración** de bienes inmuebles deben considerarse herramientas de ayuda en la medición de los riesgos inmobiliarios.

---

<sup>7</sup> SERRET & PUERTAS (2007).

### 3. Aspectos principales del caso<sup>8</sup>

#### 3.1. Los sujetos

Se enuncian a continuación los **sujetos más relevantes** del caso objeto de estudio, dividiéndolos como si de una obra dramática se tratara: primero los **protagonistas** (demandante y demandado), después los **actores secundarios** (prestamista, prestatario/inversor inmobiliario y arrendatario) y, por último, **otros actores** (antiguos prestamistas, propietarios anterior y actual del prestatario y antiguo propietario del inmueble).

##### 3.1.1. Los protagonistas: demandante y demandado

Los actores principales de este caso con el **demandante**, fondo emisor de títulos hipotecarios y el **demandado**, empresa de valoración que valoró un activo que servía de garantía sobre un préstamo titulizado.

· **Titan Europe 2006-3 plc (Titan)**. Emisor SPV de titulización CMBS Europea<sup>9</sup>, con sede en la república de Irlanda. Titan adquirió (el tramo sénior de) el préstamo que Credit Suisse había concedido a Valbonne (cuya garantía era el complejo Quelle<sup>10</sup>) y lo titulizó en una emisión junto a otros préstamos con garantía inmobiliaria. Titan es el demandante (contra Colliers) en el caso objeto de estudio<sup>11</sup>.

· **Colliers International UK plc (Colliers)**. Filial británica, fundada en 2001 y cotizada desde entonces<sup>12</sup>, de Colliers International, consultora inmobiliaria estadounidense que ofrece servicios de inversión, soluciones corporativas, gestión inmobiliaria, gestión de proyectos y valoración<sup>13</sup>. Colliers llevó a cabo la valoración del “complejo Quelle” como garantía del préstamo que Credit Suisse concedió a Valbonne. Colliers entró en liquidación en marzo de 2012. Es la parte demandada (por Titan) en el caso objeto de estudio<sup>14</sup>.

---

<sup>8</sup> Basados fundamentalmente en los relatos de hechos contenidos en las sentencias de primera instancia y de apelación.

<sup>9</sup> Véase 2.1. Aspectos básicos de la titulización hipotecaria.

<sup>10</sup> Véase 3.2. El inmueble objeto de valoración.

<sup>11</sup> Y el recurrido en apelación.

<sup>12</sup> Según datos de [www.duedil.com](http://www.duedil.com).

<sup>13</sup> Véase [www.Colliers.com](http://www.Colliers.com).

<sup>14</sup> Y recurrente en apelación.

### 3.1.2. Los actores secundarios

Los actores secundarios del caso son el **banco prestamista**, la **empresa propietaria** del activo y la **empresa arrendataria** del inmueble.

- **Credit Suisse**. Compañía suiza, fundada en 1856, dedicada a la prestación de servicios financieros. Opera en más de 50 países. **Concedió a Valbonne**, en 2005, **el préstamo que da origen al caso**, y después lo transmitió (en su tramo sénior) a Titan.

- **Valbonne Real Estate BV (Valbonne)**. Compañía neerlandesa que adquirió (de Thesaurus<sup>15</sup>) el complejo Quelle en agosto de 2003. En junio de 2005, un fondo de inversión canadiense, Homburg Invest Inc, compró, a través de una filial, las acciones de Valbonne a Hofer<sup>16</sup>. Valbonne entró en situación concursal en 2009. El administrador concursal de Valbonne acordó, en septiembre de 2013, la venta del inmueble por 22,5 millones de euros<sup>17</sup>.

- **Quelle AG (Quelle)**. Empresa alemana, fundada en 1927, que fue durante muchos años la mayor compañía de venta por catálogo de Alemania y una de las mayores cadenas de tiendas por departamentos. En 1999, se fusionó con Karstadt en Karstadt-Quelle, que a partir de 2007 se llamó Arcandor. Entró en situación concursal en 2009 y su liquidación comenzó en 2011. Fue propietaria y ocupante del complejo Quelle hasta el año 2000 (en que lo vendió a Thesaurus), y después se mantuvo como inquilina hasta 2009.

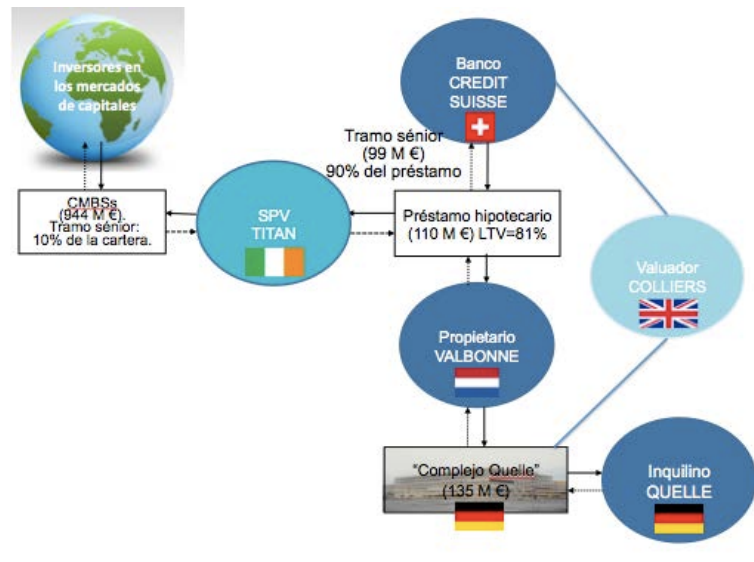
Colocando a los protagonistas y actores secundarios **en el escenario de la titulización hipotecaria**, se obtiene el siguiente esquema:

---

<sup>15</sup> Véase 3.1.3. *Otros actores*.

<sup>16</sup> Hofer Corporation NV.

<sup>17</sup> Finalmente, Sonae Sierra adquirió el inmueble por 16,8 millones de euros en mayo de 2015.



Esquema de los actores protagonistas y secundarios en el caso Titan v Colliers (elaboración propia)

### 3.1.3. Otros actores

Se mencionan a continuación **otros actores** del caso:

- **Thesaurus GmbH (Thesaurus)**. Adquirió, en octubre de 2000, el inmueble a Quelle mediante acuerdo de *sale and lease back*.
- **Hofer 2 Corp NV (Hofer)**. Propietario de Valbonne en el momento de la compra del inmueble a Thesaurus (agosto de 2003). Vendió las acciones de Valbonne a Homburg (de manera indirecta) en junio de 2005.
- **Bankgesellschaft Berlin AG**. Financió parcialmente<sup>18</sup> a Valbonne la adquisición del complejo Quelle.
- **Deutsche Hypothekbank AG (Deutsche Hypo)**. Financió parcialmente<sup>19</sup> a Valbonne la adquisición del complejo Quelle.
- **Homburg Invest Inc (Homburg)**. Adquirió Valbonne (de manera indirecta) de Hofer en junio de 2005.
- **Weatherall Vastgoed Adviseurs (Weatherall)**. Valoró el inmueble en septiembre de 2003 y en enero de 2005.
- **Meeùs**. Valoró el inmueble en marzo de 2005.

<sup>18</sup> 71 millones de euros.

<sup>19</sup> 25 millones de euros.

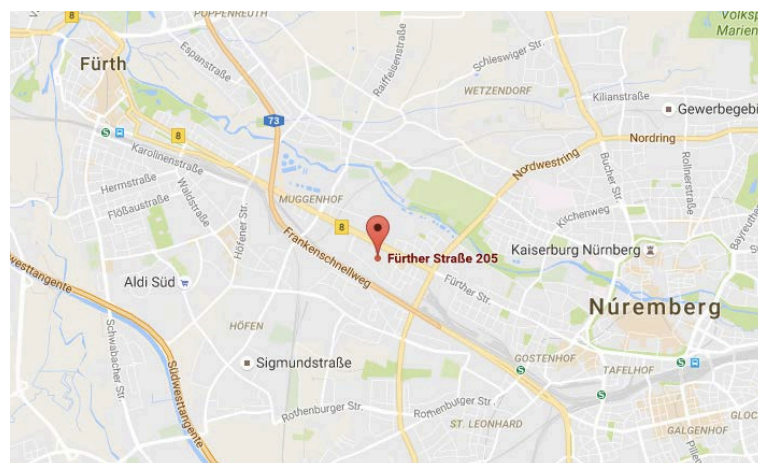
### 3.2. El inmueble objeto de valoración

El inmueble objeto de estudio, conocido como el “complejo Quelle”, se ubica en el número 205 de la Fürtherstrasse de **Núremberg (Baviera, Alemania)**.



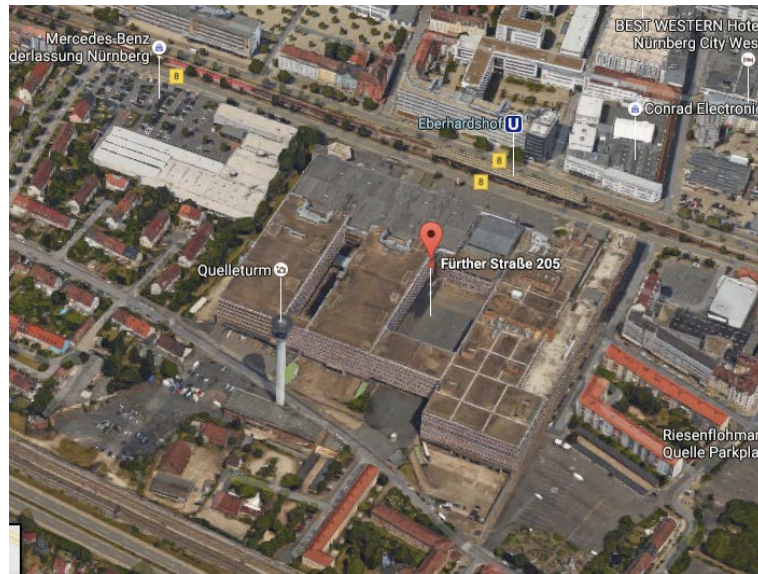
Ubicación de Núremberg. Fuente: Google Maps

El complejo está situado **al oeste del centro de la ciudad**, en una zona industrial y comercial consolidada, enfrente de una estación de tranvía y metro.



Ubicación del inmueble dentro del municipio. Fuente: Google Maps

Es obra del que fuera alumno de la Bauhaus Ernst Neufert<sup>20</sup>. Fue **construido para Quelle en cinco fases**, entre las décadas de 1950 y 1960<sup>21</sup>.



Vista aérea del inmueble. Fuente: Google Maps

A pesar de que la edificación se extiende a lo largo de un solar grande, la sección principal está instalada en **cinco plantas sobre rasante y una bajo rasante**.



Vista lateral del edificio principal. Fuente: Andreas Gehrke

El complejo cuenta con una **superficie total de unos 242.000 m<sup>2</sup>**.

---

<sup>20</sup> Conocido mundialmente por su libro *Baueutwurfslehre*, publicado por primera vez en 1936 y traducido al español como "Arte de proyectar en Arquitectura".

<sup>21</sup> En concreto, la primera fase transcurrió de 1954 a 1958, y la última terminó en 1967. El complejo se fue desarrollando según lo hacía el negocio de venta por correo de la empresa.





Vista aérea del complejo Quelle, con la torre Quelle al frente. Fuente: structuredfinanceinbrief.com

En el momento de la valoración objeto de estudio (diciembre de 2005), Quelle le daba **uso principalmente de almacenamiento, junto con oficinas y unos grandes almacenes**.



Fachada del edificio principal de Quelle en el año 2008. Fuente: Google Street View

### **3.3. Histórico de operaciones relacionadas con el inmueble**

#### **3.3.1. Sale and lease back Quelle-Thesaurus**

En octubre del año **2000**, Quelle **vendió su complejo, con retroarrendamiento (sale and lease-back)**, a Thesaurus<sup>22</sup>. El contrato de arrendamiento, vigente en el momento de la valoración objeto de estudio, se acordó con una **duración de 15 años**, a contar desde el 1 de enero de 2001, con tres opciones de prórroga por períodos consecutivos de 5 años.

---

<sup>22</sup> Probablemente para financiar su fusión con Karstadt.



El **precio de compra**, según el contrato, ascendió a **102,3 millones** de euros netos (o 118,9 brutos), mientras que la renta de **alquiler** era de 715.809 euros al mes, equivalentes a **8.589.703 anuales**<sup>23</sup>.

### *3.3.2. Venta del inmueble de Thesaurus a Valbonne*

En agosto de 2003, Thesaurus vendió el bien a Valbonne, por un importe (no aclarado) de **entre 92 y 95 millones de euros**<sup>24</sup>.

### *3.3.3. Préstamos de Bankgesellschaft Berlin y Deutsche Hypo*

En enero de 2004, Valbonne recibió **96 millones de euros** a través de dos **préstamos hipotecarios** (71 con Bankgesellschaft Berlin y 25 con Deutsche Hypo).

Según parece, tales préstamos se concedieron con base en una **valoración**, realizada por Weatherall y fechada en **septiembre de 2003**, que ascendió a **114,7 millones de euros**.

### *3.3.4. Compra de Valbonne por parte de Homburg.*

En junio de 2005, Hofer **vendió** (prácticamente todas) las **acciones** de Valbonne a Homburg **por 127,1 millones de euros**. Teniendo en cuenta que el complejo Quelle era el activo principal de Valbonne (y prácticamente el único), esto supone que, en definitiva, el inmueble se estaba valorando en esos 127,1 millones de euros.

---

<sup>23</sup> El contrato de arrendamiento se elaboró sobre una base de "triple neto", lo que significaba que Quelle era responsable de las reparaciones y el mantenimiento. También se dispuso que la renta se actualizaría conforme al índice de precios alemán.

<sup>24</sup> Nunca llegó a aclararse en el procedimiento judicial. No obstante, parece que el precio debió de ser superior a esas cantidades, puesto que la financiación hipotecaria de la operación alcanzó los 96 millones de euros, y la correspondiente valoración ascendió a casi 115 millones.

### 3.3.5. Valoración de Weatherall

La propia Weatherall habida llevado a cabo **otra valoración**, en **enero de 2005**, cuyo resultado fue de **125 millones de euros**. En este caso, el cliente era Homburg, que (como se ha dicho) iba a comprar las acciones de Valbonne y se planteaba la posibilidad de vender el activo<sup>25</sup>.

### 3.3.6. Valoración de Meeùs

Adicionalmente, Homburg solicitó otro informe de valoración en **marzo de 2005**, en este caso a Meeùs, que resultó en **134 millones de euros**.

## 3.4. La valoración del bien por parte de Colliers a fines de 2005

En un contexto en el que los bancos de inversión tenían un **importante apetito por la financiación de inmuebles comerciales** para la subsiguiente titulación del crédito, Credit Suisse contactó a lo largo de 2005 con Valbonne para intentar refinar el complejo Quelle.

En noviembre de 2005, Credit Suisse **instruyó a Colliers para proporcionar una valoración de gabinete<sup>26</sup> del inmueble**. Colliers lo valoró en 140 millones de euros (con base en la información limitada recibida).

En diciembre de 2005, Credit Suisse **instruyó a Colliers para proporcionar una valoración completa<sup>27</sup> del activo**. Colliers lo valoró en 135 millones de euros (valor de mercado teniendo en cuenta el contrato de arrendamiento con Quelle<sup>28</sup>), y en 102,35 en el supuesto de inmueble libre de inquilino.

## 3.5. El préstamo concedido por Credit Suisse a Valbonne

Sobre la base de esa valoración, Credit Suisse **concedió un préstamo hipotecario de 110 millones de euros a Valbonne**.

---

<sup>25</sup> Supuestamente, Hofer (el vendedor de Valbonne a Homburg), garantizó por contrato que Quelle renovarían el arrendamiento por 15 años más con una renta de 9,28 millones de euros, en contraposición a los 10 años pendientes a razón de 8,59 millones que venía pagando. Sin embargo, parece que esto nunca llegó a suceder.

<sup>26</sup> Se entiende por valoración de gabinete la que no incluye visita y que, en muchas ocasiones, se realiza con información limitada. En inglés se conoce como *desktop valuation*.

<sup>27</sup> Entendiéndose por tal valoración con visita e información completa.

<sup>28</sup> Bajo la hipótesis especial de que el arrendamiento pasaría a ser de 9,28 millones de euros al año.

Según declaró en el juicio, Credit Suisse siempre tuvo la **intención de que el préstamo de Valbonne se titulizara**, aunque parece que Colliers no lo supo hasta mayo de 2006, cuando el banco le pidió una "carta de consentimiento para terceros", que Colliers firmó.

En el acuerdo por el que los préstamos fueron transferidos por Credit Suisse a Titan, Credit Suisse garantizaba que los inmuebles gravados como garantía de los préstamos habían sido valorados previamente "**por un valuador cualificado o tasador independiente**". Daba también una garantía de que ninguna valoración había sido realizada fraudulentamente.

### **3.6. La venta y titulización del préstamo**

Titan afirmó en juicio que se había **basado en la valoración de Colliers** cuando le compró a Credit Suisse el préstamo garantizado.

En común con otros vehículos CMBS, Titan adquirió una **cartera de préstamos con garantía inmobiliaria originados por Credit Suisse** que incluía el correspondiente al complejo Quelle de Núremberg.

El **folleto final de la emisión** fue publicado el 26 de junio de 2006, ofreciendo "títulos a tipo variable garantizados por hipotecas sobre inmuebles comerciales con vencimiento en 2016", por un valor total de 943.750.559 €. Hubo 10 clases de títulos, asegurados contra un conjunto de hipotecas comerciales relacionadas con 18 inmuebles situados en Francia, Alemania, los Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo. El préstamo al que se refiere este caso representó el 10,5% del *pool*.

A este respecto, debe tenerse en cuenta que no todo el préstamo de 110 millones de euros fue trasladado a Titan en la titulización, sino **sólo 99.358.333 €** (el conocido como "tramo sénior").

QUELLE NÜRNBERG LOAN AND PROPERTY

Loan Information		Property Information		
Cut-Off Date Securitised Principal Balance:	€99,358,333	Property Type:	Light industrial, office, retail	
% of Initial Pool Balance:	10.5%	Number of Properties:	1	
First Due Date:	18 January 2006	Location:	Nürnberg, Germany	
Loan Purpose:	Refinance	Year Built/Renovated:	1953 through late 1960s/2000	
Cut-Off Date Secured Subordinate Debt:	€10,000,000	Total NLA:	242,171 Sq.M.	
Whole Loan Interest Rate: <sup>(1)</sup>	4.8100% p.a.	Occupancy:	100.0%	
Securitized Loan Interest Rate:	EURIBOR plus 1.2232% p.a.	Tenure:	Freehold	
Whole Loan Interest Rate Hedge/Resulting Rate:	Yes/EURIBOR plus 1.5000% p.a.	Property Management:	Hornburg Vastgoed Management B.V.	
Loan Maturity Date:	18 January 2013	U/W NOI:	€8,342,000	
Borrower:	A limited liability company incorporated in The Netherlands	Average U/W NOI per Sq. M.:	€34	
Interest Calculation:	Actual/360	Value:	€135,000,000	
Scheduled Amortisation: <sup>(2)</sup>	€160,417 on 18 January 2006, thereafter €481,250 per quarter	Net Yield to Value:	6.18%	
Call Protection: <sup>(3)</sup>	Yield Maintenance Premium prior to 29 December 2008; Prepayment Charge from 29 December 2008 through (but excluding) 29 June 2012	Average Value per Sq.M.:	€557	
Reserves: <sup>(4)</sup>	Quelle Nürnberg Capital Expenditure Reserve Account, Quelle Nürnberg Cash Trap Account	Valuation Date:	15 December 2005	
Lockbox:	Yes	Valuer:	Colliers CRE	
			<b>Securitized Debt</b>	<b>Total Debt</b>
Cut-Off Date Loan LTV:			73.6%	81.0%
Maturity LTV: <sup>(5)</sup>			64.9%	71.4%
Cut-Off Date U/W ICR: <sup>(6)</sup>			1.84x	1.57x
Cut-Off Date U/W DSCR: <sup>(7)</sup>			1.33x	1.15x
Net Yield to Debt at Cut-Off Date: <sup>(8)</sup>			8.40%	7.63%
Net Yield to Debt at Maturity: <sup>(9)</sup>			9.53%	8.66%

Características del préstamo y el inmueble de Núremberg, según el folleto de la emisión.

Fuente: Hatfield Philips

### 3.7. Las situaciones concursales y los fallidos

Al poco tiempo de la titulización del préstamo, se dieron **dos situaciones en paralelo**: por un lado, la crisis financiera y económica iniciada en 2007-2008; por otro, la entrada en el mercado alemán de Amazon como importante competidor de Quelle, el inquilino del inmueble objeto de estudio<sup>29</sup>.

Ambas circunstancias acabaron por provocar, en 2009, la **entrada en situación concursal de Quelle**, que no pudo seguir pagando la renta a Valbonne, el propietario del inmueble<sup>30</sup>.

De esta forma, Valbonne tampoco pudo afrontar el servicio de la deuda con el acreedor, entrando **también en situación concursal**, y el préstamo quedó en manos de un prestador de servicio especial (*special servicer*)<sup>31</sup>.

### 3.8. La ejecución de la garantía

El *special servicer* **ejecutó la garantía** y el activo comenzó un proceso de venta<sup>32</sup> en 22,5 millones de euros<sup>33</sup>.

### 3.9. La demanda judicial

Ya en 2012, Titan **demandó a Colliers por haber realizado una valoración negligente** del “complejo Quelle”, reclamando una indemnización por los perjuicios sufridos que ascendía a 58,4 millones de euros, que es la diferencia entre 76,6 millones (importe que Titan entiende como “verdadero valor de mercado” del bien) y los 135 millones en que Colliers valoró el activo en 2005.

Colliers **entendía que Titan no tenía legitimación activa** para demandar por la supuesta valoración negligente, sino que deberían ser, en todo caso, los tenedores de los títulos quienes demandaran, si es que efectivamente habían sufrido perjuicios debidos a la valoración del bien.

---

<sup>29</sup> Colliers volvió a valorar el activo en enero de 2009, en esta ocasión para Titan, por 105,3 millones de euros, justificando la caída en la drástica reducción del volumen de transacciones de inmuebles comerciales en Alemania.

<sup>30</sup> Según se deduce de las sentencias del caso, el último pago de alquiler abonado por Quelle fue realizado en diciembre de 2009.

<sup>31</sup> En concreto, Hatfield Philips Internacional (HPI).

<sup>32</sup> Y acabó, como ya se ha dicho, en 2015 en manos de Sonae Sierra.

<sup>33</sup> Jones Lang Lasalle había valorado el bien, con fecha efectiva 01 de enero de 2010, en 12.470.000 euros.

A efectos de la determinación de posibles perjuicios provocados por una potencial actuación negligente de Colliers, **cada una de las partes presentó prueba pericial**, consistente en la valoración del bien, con efectos retroactivos a la fecha de valoración del informe objeto de litigio (diciembre de 2005).

## 4. Evolución judicial de la cuestión

### 4.1. Aspectos generales

En **primera instancia**, el asunto se sustanció en el *High Court (Commercial Court)*<sup>34</sup> de Inglaterra y Gales y fue resuelto por Mr Justice Blair.

El juez del caso consideró que **Titan sí estaba legitimado para demandar a Colliers**, puesto que hipotéticamente podría sufrir perjuicios patrimoniales por la actuación profesional de ésta, incluso aunque no existiera un contrato que vinculara a ambos, ya que *Colliers* había aceptado que su informe pudiera remitirse a terceros<sup>35</sup>. No obstante, el juez señaló que esta conclusión podría resultar distinta en otros casos, “dependiendo de la documentación contractual y los argumentos en ese caso”.

Tanto el juez de primera instancia como el tribunal de apelación admiten la **dificultad de la valoración**, asumiendo el nivel de subjetividad que todo ejercicio valorativo conlleva<sup>36</sup>.

A este respecto, el juez señala que, en particular, la valoración inmobiliaria aplica **normas establecidas por las organizaciones profesionales líderes**, tales como las contenidas en el Libro Rojo<sup>37</sup> de la **RICS** (Royal Institution of Chartered Surveyors), y las normas internacionales<sup>38</sup> elaboradas por organismos tales como el Consejo de las Normas Internacionales de Valoración (**IVSC**). Cabe señalar, sin embargo, que no hay un enfoque para la valoración que sea universalmente aceptable, y **el Libro Rojo no indica qué metodología adoptar**, sino que la metodología adecuada la debe establecer el valuador en función del tipo de bien a valorar, de la finalidad de la valoración y de la información disponible<sup>39</sup>.

Además, recuerda que, según la jurisprudencia consolidada, **no todos los errores de juicio suponen necesariamente negligencia**.

---

<sup>34</sup> Equivalente, a estos efectos, al Juzgado de lo Mercantil en España.

<sup>35</sup> Vid *supra* 3.5. *El préstamo concedido por Credit Suisse a Valbonne*.

<sup>36</sup> Y haciendo referencia al lugar común que consiste en que la valoración es una ciencia y un arte.

<sup>37</sup> RICS Valuation – Professional Standards, cuya versión más reciente es de 2014.

<sup>38</sup> Normas Internacionales de Valoración (IVS), cuya versión más reciente es de 2013.

<sup>39</sup> Cfr TEGoVA (2016), en su Documento Informativo 5, sobre Metodología de Valoración.

Por otra parte, el juez considera generalmente aceptado que el valor estimado en un informe de valoración inmobiliaria se considera adecuado si entra dentro de un **margen aceptable de error** respecto del “verdadero valor de mercado” [?], y no adecuado (y, por tanto, la valoración negligente) en caso contrario.

Tal margen aceptable de error se situaría, en mercados “fáciles” (como por ejemplo los residenciales), en el entorno del 5%, pudiendo ascender al 10% o incluso al 15% en mercados más “difíciles” (por ejemplo, los de bienes comerciales). Para el caso concreto, **el juez podría incluso estar dispuesto a aceptar hasta un 20%**, dada la dificultad ya comentada de la valoración del inmueble en este asunto.

#### 4.2. Posiciones de los peritos de las partes

En su demanda, Titan solicitó que se declarara que la valoración de Colliers fue negligente, con base en un informe realizado por el sr. **Duncan Preston**, según el cual el valor de mercado del activo en diciembre de 2005 era de **76,6 millones de euros**, y 34 millones bajo la hipótesis de que estuviera vacío.

En su contestación a la demanda, Colliers negó que existiera negligencia, apoyada por la prueba presentada por el sr. **Jonathan Manley**, que sostiene que el verdadero valor de mercado a diciembre de 2005 era de **125,9 millones de euros** (82 millones en el supuesto de estar vacío).

VALUER	VACANT POSSESSION (€million)	WITH QUELLE LEASE (€million)
Colliers	102.35	135
Preston	34	76.6
Manley	82	125.9

Resumen de valores estimados en el caso (BARCLAY, 2015)



La valoración del señor Preston se basa en la técnica de “**plazo y reversión**” (*term and reversion*). Capitaliza la renta del contrato (elevada a 9,28 millones según la hipótesis especial comentada), a una tasa del 8% durante los diez años pendientes, para un valor capital de 62,2 millones de euros; como reversión, el perito sólo toma el valor del suelo al final de la vida del contrato, suponiendo entonces que Quelle no continuaría como inquilino y que deberían demolerse las edificaciones existentes, descontando al 6% los 34,45 millones de euros en que resulta la estimación a futuro del valor del suelo. En total, obtiene un valor de mercado del activo de 76,6 millones de euros.

El sr. Manley se basa en la técnica conocida como “**método de capas**” (*hardcore and topslice*), que supone descontar a una tasa promedio (7,5%) la parte “segura” de la renta (*hardcore*) y a otra tasa promedio superior (8,5%) el resto de la renta prevista, para un total de 125,9 millones de euros; como método alternativo, utiliza el “rendimiento combinado” (*blended yield*), con base en los distintos usos englobados en el complejo, lo que (a una tasa equivalente del 7,54%) da un valor estimado de 121,2 millones de euros. Estos valores serían más cercanos al histórico de precios de compraventa y valores de mercado estimados en la época.

#### **4.3. La decisión en primera instancia**

La **sentencia de primera instancia** fue publicada en octubre de 2014; se compone de 306 párrafos, divididos en 12 bloques principales<sup>40</sup>.

El juez concluye que la valoración de Colliers no otorgó el peso adecuado al tamaño y la antigüedad del bien, ni al hecho de que había sido diseñado para satisfacer las necesidades de su único inquilino (i.e. Quelle). Según el sr. Blair, **un valuador razonablemente competente habría llegado a la conclusión de que existía un riesgo real de que el arrendatario se marchara** (como efectivamente sucedió, incluso antes del vencimiento del contrato), y de que Colliers no había prestado suficiente atención a las dificultades que, en ese caso, se hubieran planteado en cuanto a tener que

---

<sup>40</sup> Introducción, procedimiento, hechos, objeción a la legitimación activa del demandante, evaluación de la posible negligencia de Colliers, aspectos de valoración mencionados por las partes, resultados sobre el análisis de negligencia, causalidad, confianza en el informe de valoración, determinación de la pérdida, intereses y conclusión.

volver a alquilar la totalidad del complejo, o bien del coste de la subdivisión en locales más pequeños para su arrendamiento separado.

Por lo demás, el juez **no encuentra dificultades significativas en la aplicación del debido procedimiento** en la valoración por parte de Colliers.

No obstante, sobre la base de la evidencia pericial presentada en el caso (aunque fijándose sólo en los valores finales, puesto que critica por diversos motivos la aplicación de las técnicas de valoración de ambos peritos), el juez considera que el valor de mercado del bien debería haberse estimado en **103 millones de euros**, que es aproximadamente la media entre los dos valores presentados por los peritos.

En la sentencia, **el juez justifica ese “verdadero valor de mercado”** de la siguiente forma: como los valores estimados por los peritos estaban muy alejados, durante el juicio solicitó a las partes que ofrecieran valores más cercanos entre sí. Colliers rehusó, manteniéndose en los valores ofrecidos por su perito, el sr. Manley. Titan ofreció inicialmente un valor alternativo de 96,6 millones de euros, calculado por su perito, el sr. Preston, con base en una *yield* inicial del 9%; de nuevo, el juez rechazó este valor porque no consideró que “una valoración de menos de 100 millones de euros pudiera darse en diciembre de 2005”. Ante esto, Titan ofreció dos valores alternativos adicionales: 97,25 millones (al 9% de tasa equivalente) y 103 millones de euros (al 8,5% de tasa equivalente). El sr. Blair considera que la segunda de las alternativas “**refleja de manera óptima el valor de mercado correcto del bien** con base en la totalidad de la **evidencia**” disponible, “al tiempo que **refleja las incertidumbres y riesgos** respecto del bien que [...] deberían haberse apreciado por un valuador competente al llevar a cabo” ese tipo de valoración.

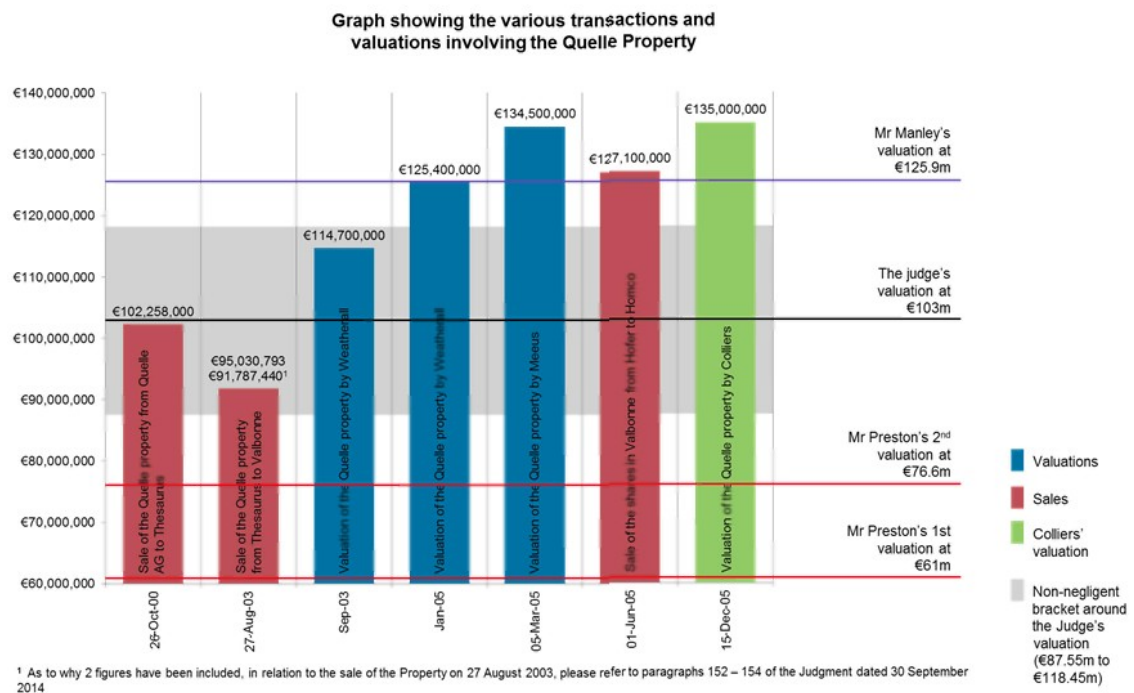
También estima que el **margen aceptable de error** (*bracket*, en inglés) apropiado a aplicar es del **15 %** [sin ninguna justificación adicional].

Esto conlleva un rango de **valores admisibles de entre 87,55 y 118,45 millones de euros**.

Por tanto, el juez dictamina que la valoración de Colliers por 135 millones de euros fue **un 28% superior a la valoración correcta** [el “verdadero valor de mercado”, según sus palabras], y por lo tanto es **negligente**.

Así, **condena a Colliers a indemnizar a Titan con 32 millones de euros** (i.e. la diferencia entre 103 millones de euros, el “verdadero valor de mercado” y 135 millones, el valor recogido en el informe de Colliers).

El **gráfico siguiente resume** tanto las operaciones de compraventa del (o relacionadas con el) bien, las valoraciones realizadas al respecto, la valoración de Colliers y el rango de valores admisibles según el criterio del juez.



Esquema de precios y valores del caso. Fuente: sentencia de apelación

#### 4.4. La decisión en segunda instancia

En **segunda instancia**, el caso se sustanció en el *Court of Appeal (Civil Division)* de Inglaterra y Gales<sup>41</sup>.

<sup>41</sup> Para el caso, el equivalente en España sería la sección de lo Civil especializada en Mercantil de la Audiencia Provincial.

La sentencia se publicó en **noviembre de 2015**, firmada por Lord Justice Longmore (que actuó como ponente), Lord Justice Jones y Lord Justice Briggs.

Redactada en **39 párrafos**, se divide en **cuatro partes principales**: Introducción, Estudio de la negligencia en la valoración, Consideración sobre la legitimación activa en el caso y Conclusiones.

La **Introducción** resume brevemente los hechos del caso y el contenido de la sentencia de primera instancia.

La segunda parte, en la que se estudia la posible **negligencia de Colliers**, está dividida en **cinco apartados**: el Derecho aplicable, las apreciaciones durante la primera instancia, el histórico de operaciones con el inmueble objeto de estudio, las alegaciones en segunda instancia y la discusión y decisión sobre la negligencia.

Por lo que se refiere al **Derecho aplicable**, se remite directamente a la sentencia de primera instancia<sup>42</sup>.

En cuanto a las **apreciaciones relativas a la primera instancia**, los magistrados insisten en la enorme dificultad del caso, dadas las críticas recíprocas entre los peritos de las partes y la importante diferencia entre los valores defendidos por cada uno de ellos (76,6 y 125,9 millones de euros, respectivamente).

Además, la sentencia de apelación se fija en **una importante (y definitiva, a efectos de la decisión final) incoherencia en los razonamientos** del sr. Blair, puesto que, adoptando un *bracket* del 15%, estima el rango razonable entre 87,5 y 118,5 millones de euros (i.e. un intervalo con centro en 103 y radio 15,5 millones); pero también dice que “una valoración por debajo de 100 millones de euros no habría tenido ninguna credibilidad en el mercado”, por lo que está contradiciendo una parte muy significativa de su propia estimación.



---

<sup>42</sup> Véase 4.1. Aspectos generales.

Respecto del **histórico de operaciones** con el inmueble objeto de estudio, el tribunal de apelación sostiene, con base en abundante jurisprudencia<sup>43</sup>, que debe existir coherencia entre el valor de mercado que se estime y las operaciones más recientes.

En el apartado siguiente, dentro de las nuevas **alegaciones**, el tribunal también admite la **importancia de las condiciones del mercado** en el momento de la valoración como criterio para evaluar la adecuación del valor obtenido a la realidad<sup>44</sup>.

Por último, la **discusión sobre el fondo del asunto** lleva a los magistrados al análisis de la serie de valoraciones del bien realizadas entre los años 2000 y 2005, que pueden resumirse en la tabla siguiente:

Date	Action	Rent	Price	Yield -
Oct -00	Sale	€8,589,756	€102,258,000	7.92%
Sep-03	Valuation - Weatherall	€8,589,756	€114,700,000	7.06%
Jan-05	Valuation-Weatherall	€9,280,000	€125,400,000	6.98%
Mar-05	Valuation-Meeus	€9,280,000	€134,500,000	6.51%
Nov-05	Desktop -  Colliers	€9,280,000	€140,000,000	6.25%
Dec-05	Report -  Colliers	€9,280,000	€135,000,000	6.48%

Datos básicos de las valoraciones del activo entre 2000 y 2005. Fuente: sentencia de apelación

A la vista de la información básica de valores (que el tribunal confunde con precios), rentas y rentabilidades (o *yields*, en inglés), junto con la operación de compraventa de acciones de Valbonne que llevaba implícita un valor del activo de 127,1 millones de euros (y, por tanto, una *yield* del 6,9%<sup>45</sup>), **los magistrados deciden que la rentabilidad a aplicar debe ser del 7,4%** (sumando un 0,5%, que es el promedio entre las opiniones de los peritos en cuanto a la prima por el hecho de que la duración restante del contrato fuera de 10 años en lugar de 15).

---

<sup>43</sup> Entre otras, Banque Bruxelles v Eagle Star (1995).

<sup>44</sup> Como es bien sabido, las circunstancias de mercado a fines de 2005, fecha en que se realizó la valoración, eran mucho más favorables que todo lo que vino después de la crisis, por lo que no resultaría aventurado que una estimación del valor de mercado resultara en la parte más alta de un rango considerado razonable.

<sup>45</sup> Obsérvese que todas las *yields* son ajustadas a unos costes de compra estimados en aproximadamente el 6%.

Por tanto, **el valor “correcto” según el tribunal sería de 118,3 millones** de euros. De esta forma, **el *bracket* tendría 100,5 millones** como límite inferior y [¿casualidad?] **136 millones** como límite superior [¿otra vez casualidad?]. Así, por fin, el valor recogido por Colliers en su informe sí estaría dentro del *bracket* y **la valoración no fue negligente**.

La tercera parte de la sentencia del *Court of Appeal* gira en torno a la **consideración de la legitimación activa de Titan** para poder demandar a Colliers.

El tribunal señala que, probablemente, su decisión respecto de este asunto resulte **más trascendente** que la relativa a si ha existido negligencia en la valoración o no. Y es que, en consonancia con lo resuelto por el juez de primera instancia, los magistrados concluyen que **Titan sí puede demandar a Colliers**, con base en el hecho de que ésta, dentro de un certificado emitido con base en el informe, firmó que:

“Reconocemos que este certificado se utilizará por Credit Suisse First Boston (CSFB) para evaluar una solicitud de préstamo que será garantizado por el bien. Este certificado se dirige a y pueden confiar en él:

1. CSFB (en ejercicio de cualquiera y/o todos sus cargos), sus empleados, agentes, sucesores y cesionarios;
2. Cualquier actual o potencial comprador, cesionario o *servicer* del préstamo, o inversor (incluyendo sus agentes o asesores) en títulos basados en el préstamo.
3. Cualquier agencia de *rating* que evalúe o vaya a evaluar los títulos mencionados.
4. Cualquier síndico que represente a los tenedores de los títulos”.

Como quiera que Titan es comprador o cesionario del préstamo, **también era destinatario del informe y estaba legitimado para confiar en él**.

En consecuencia, la sentencia de apelación **concluye** que, si Colliers hubiera realizado una valoración negligente (*quod non*), **Titan habría estado legitimado (tal y como dictaminó el juez de primera instancia) para reclamar por la diferencia** entre el “verdadero” valor del inmueble y el recogido en la valoración de Colliers.

#### 4.5. Estado actual del asunto

**Titan** ha solicitado poder recurrir al **Supreme Court** (Tribunal Supremo) del Reino Unido la decisión del *Court of Appeal*. A fecha de redacción de este trabajo, no consta respuesta publicada al respecto.

Por su parte, el **complejo Quelle** fue adquirido, a mediados de **2015**, por **Sonae Sierra**, completando, mediante el pago de 16,8 millones de euros, una operación realizada en tres fases<sup>46</sup>.

Esta operación formaba parte del **plan estratégico del special servicer** para maximizar la recuperación del préstamo, que pasaba por solicitar la administración forzosa (*Zwangsverwaltung*) y facilitar una gestión ordenada y subasta (*Zwangsversteigerung*) del inmueble.

En un primer momento, se había intentado arrendar el bien, dándole visibilidad mediante la realización de eventos, pero **a partir de 2011 el complejo se puso a la venta**.

Tras un largo proceso de comercialización, dificultado por el hecho de que el plan general de Núremberg no permitía la demolición (parcial o completa) de las edificaciones, finalmente a fines de 2013 se llegó a un acuerdo con la citada empresa portuguesa Sonae Sierra, que **hubo de adquirir la propiedad en tres tramos**, según se iba modificando el plan urbanístico. La última porción fue adquirida en subasta, en junio de 2015, con la correspondiente garantía de licitación (*Ausbietungsgarantie*).

---

<sup>46</sup> El producto neto se distribuyó a los tenedores de bonos a lo largo del año 2015.

## 5. Análisis

### 5.1. Aspectos generales

El caso Titan vs Colliers trata sobre **dos asuntos fundamentales**: la negligencia en la valoración y el alcance subjetivo de la responsabilidad civil profesional derivada del ejercicio de la valoración.

### 5.2. El alcance subjetivo de la responsabilidad civil profesional derivada del ejercicio de la valoración

El caso pasará a la historia, tal y como señala el tribunal de apelación, más por la segunda cuestión que por la primera. Y es que se trata de la **primera vez en la que un SPV logra ver reconocida su pretensión de poder demandar a una empresa de valoración** en virtud de los servicios prestados por ésta.

Por una parte, esto deja claro el **importantísimo papel que los profesionales de la valoración desempeñan** en el ámbito de los mercados financieros (y más en particular en los mercados hipotecarios) y las consecuencias que su trabajo conlleva.

Por otra, parece dar **vía libre** a que entidades de crédito, emisores de títulos e inversores en general **comiencen a demandar masivamente** a las compañías de valoración. Esto aún no se ha producido, por un lado porque muchas pérdidas aún no han cristalizado y, por otro, debido a la falta de conocimiento acerca de cuándo y cómo pueden llevarse a cabo y por quién.

No obstante, en este caso **la vinculación entre demandante y demandado parece bastante clara** puesto que, si bien no existía una relación contractual directa<sup>47</sup>, Colliers sí aceptó que su informe pudiera remitirse a y ser utilizado por determinados terceros (entre ellos, los compradores reales o potenciales compradores del préstamo, como fue el caso de Titan<sup>48</sup>). Por ello, el juez señaló que **esta conclusión podría resultar distinta en otros casos**,

---

<sup>47</sup> Véase también el *Esquema de los actores protagonistas y secundarios en el caso Titan v Colliers*.

<sup>48</sup> Véase 4.4. *La decisión en segunda instancia*.



**“dependiendo de la documentación contractual y los argumentos en ese caso”.**

La lección que el sector de la valoración puede aprender de esto es, por tanto, lo cruciales que resultan los **términos de contratación** en todo trabajo de valoración.

En ellos, entre otras cuestiones, debe **identificarse claramente quién es el cliente de los servicios de valoración**, incluyendo el nivel de detalle que sea necesario de acuerdo con la normativa aplicable. Asimismo, deben identificarse cuantas personas puedan potencialmente ser **usuarios del informe** de valoración. Igualmente, en orden a evitar posibles malas interpretaciones del *informe de valoración* resultante, así como incumplimientos del deber de confidencialidad que resulta de aplicación a las *sociedades de valoración* y para los técnicos que con ellas colaboran, ha de determinarse claramente **para qué se puede usar el informe y para qué no**, así cómo hasta qué punto se puede llegar a distribuir y/o publicar<sup>49</sup>.

En este sentido, ATASA (2015) señala que resulta de vital importancia mencionar cuál será, en caso de daño demostrado provocado por los servicios de valoración realizados, la **responsabilidad civil profesional** que asumirán la sociedad de valoración y los técnicos que con ella colaboren. Asimismo, ATASA recomienda que, **siempre que esté permitido normativamente**, la responsabilidad civil profesional derivada de los servicios de valoración **se limite a los honorarios efectivamente percibidos**<sup>50</sup>.

A este respecto, debe insistirse en la **importancia de la finalidad** en todas las valoraciones, puesto que el binomio finalidad-tipo de bien determina, en muchas ocasiones, la cualificación necesaria del valuador, las normas de aplicación, la base de valor, el alcance de la investigación a realizar e incluso a veces hasta la metodología a emplear. Por ello, debe identificarse claramente cuál(es) es (son) la(s) finalidad(es) para las que se utilizará la valoración, dejando claro que la valoración no será válida para ninguna otra finalidad.

---

<sup>49</sup> Véase ATASA (2015).

<sup>50</sup> Y esto, fundamentalmente, debido a la enorme descompensación que suele darse entre los honorarios de los servicios de valoración y los importes de las reclamaciones de los clientes.

### 5.3. La negligencia en la valoración

Más preocupante resulta, para el sector de la valoración, la doctrina que los órganos jurisdiccionales de este caso siguen (o, mejor dicho, la forma que tienen de interpretarla), tanto en primera como en segunda instancia, respecto de **cuándo considerar una valoración como negligente**.

Con base en el caso Singer & Friedlander vs John D. Good (1977), la sentencia de primera instancia dice (y la de apelación repite) que “para que se determine la negligencia, el demandante debe probar que **la valoración objeto de controversia era tal que ningún valuador razonable la hubiera realizado** y que estaba **fuera del margen de error admisible**”.

Y añade: “**Si la valoración está dentro** de ese margen, entonces se considerará que el valuador **no ha sido negligente** incluso si algún aspecto del proceso de valoración pueda criticarse por haber caído por debajo de los estándares de competencia razonables”.

Según esta doctrina, en cada caso el tribunal **deberá evaluar qué entiende por valoración competente** y cuál entiende que debe ser el **tamaño del rango admisible**, en función de los hechos concretos del caso. Además, cualquiera que sea ese rango, el tribunal deberá determinar el importe que un valuador competente hubiera asignado al bien.

Pero, incluso aunque la valoración quede fuera del rango, el profesional puede **eludir la responsabilidad** si es **capaz de probar que ha aplicado la diligencia debida**<sup>51</sup>.

Por tanto, parece entonces que **la negligencia en valoración supone fundamentalmente falta de diligencia**, y que:

· Si el valor otorgado al bien por el valuador entra **dentro del “rango razonable”** estimado por el juez, **se entiende que no hay negligencia**.

---

<sup>51</sup> Según se citan en la sentencia de primera instancia, Goldstein vs Levy Gee (2003), Dennard vs Pricewaterhouse Coopers LLP (2010), y Capita Alternative Fund Services (Guernsey) vs Drivers Jonas (2011).

· Si el valor otorgado al bien por el valuador queda **fuera del “rango razonable”**, para que no exista negligencia el valuador **debe demostrar su diligencia**.

Y es que la cuestión que subyace es si la obligación fundamental del valuador para con su cliente (y potenciales usuarios del informe) es una **obligación de medios o de resultado**. A tenor tanto de la doctrina enunciada como de la jurisprudencia del Reino Unido y otros países, así como por la propia configuración de la valoración como servicio, **parece que se trata claramente de una obligación de medios**.

Por tanto, lo esencial debería ser **analizar si el valuador ha seguido el debido proceso** conforme a los estándares que rigen en la materia (o, en términos de Derecho romano, la *lex artis ad hoc*). En el caso de estudio, dichos estándares son básicamente el Libro Rojo de RICS y las Normas Internacionales de Valoración del IVSC. Dichos estándares establecen que el debido proceso pasa por determinar claramente los términos de contratación, llevar a cabo las investigaciones adecuadas, aplicar la metodología de valoración de manera apropiada y recoger sus conclusiones en un informe, todo ello sobre la base de una actuación ética, competente e independiente.

A este respecto, el juez de primera instancia **analiza todo el proceso** de valoración (de manera brillante y minuciosa, debe añadirse) llevado a cabo por Colliers, **sin encontrar incumplimientos graves**. Como único pero, señala que el peso otorgado por la empresa de valoración al riesgo de que el inquilino abandonara el inmueble no fue el adecuado, aunque lo dice en la misma frase en la que reconoce que, en otra parte de la sentencia, dice que era razonable “que un valuador razonablemente diligente en diciembre de 2005 concluyera que era probable que Quelle permaneciera en el inmueble más allá de la vigencia del contrato”.

Para buscar un **defecto adicional**, acude al argumento esgrimido por Titan referente a que Colliers no actuó con independencia, por encontrarse **influido por el deseo de mantener el resultado de la valoración previa de gabinete**, presionado en ese sentido por Credit Suisse. Esto parece estar

probado en el caso, pero la conclusión lógica al respecto pasaría por atribuir responsabilidades a entidad de crédito y empresa de valoración en la proporción que correspondiera, cosa que el juez no hace.

Si la obligación es de medios, de lo que se trataría sería de analizar estos incumplimientos de la diligencia debida y ver si son lo suficientemente importantes como para resultar en un valor significativamente distinto del rango que sería razonable. Y, sin embargo, **el juez de primera instancia realiza su juicio de valor en el orden inverso**, estimando primero el *bracket* para después encontrar algún argumento adicional que justifique una diferencia excesiva.

Para llegar a ese intervalo razonable, hace una estimación puntual y da el “**verdadero valor de mercado**”. Evidentemente, esa expresión es una **contradicción en los términos**, puesto que el valor de mercado, por definición, es un estimado: “cuantía **estimada** [la negrita es mía] por la que un activo o pasivo debería intercambiarse en la fecha de valuación entre un comprador dispuesto a comprar y un vendedor dispuesto a vender, en una transacción libre, tras una comercialización adecuada en la que las partes hayan actuando con conocimiento, de manera prudente y sin coacción” (IVSC, 2013). De hecho, si existiera un “verdadero valor de mercado”, no harían falta los servicios de valoración, pues no existirían opiniones de valor, sino sólo cálculos.

El problema de fondo reside en que **se confunde la valoración**, entendida como proceso (aunque tanto en inglés como en español sirve para designar tanto la acción como el efecto), **con el valor**, entendido como resultado (que, como ya se ha dicho, también se puede denominar valoración, pero no conviene hacerlo precisamente para evitar la confusión).

Un adecuado valor no debería ser otra cosa sino el resultado de una valoración diligente. Además, **debería llevar siempre un “apellido”**, i.e.

constituir una base de valor, puesto que no siempre la base de valor adecuada es el valor de mercado<sup>52</sup>.

En todo caso, lo que se deduce de la sentencia es que, en definitiva, **sólo se le da verdadera relevancia al valor**, dejando de lado la importancia que (como ya se ha explicado más arriba) el informe de valoración tiene en la medición y el control de los distintos tipos de riesgos asociados a la titulación hipotecaria.

Esto ocurre **tanto en la sentencia de primera instancia como en la de apelación**, que busca el argumento adecuado para estimar un intervalo razonable de valor que sí incluya el que Colliers dio en el informe que da lugar al caso.

---

<sup>52</sup> De hecho, en este caso podría pensarse si no hubiera resultado más razonable establecer como base de valor alguna asentada firmemente en el principio de prudencia, como podría ser el valor hipotecario, no recogido en las ediciones vigentes del Libro Rojo y de las IVS, pero sí presente, por ejemplo, en las Normas Europeas de Valoración.

## 6. Conclusiones

1. La **titulización hipotecaria** es una herramienta fundamental en los mercados financieros e inmobiliarios.

2. Dentro del ámbito de la titulización hipotecaria, la **valoración de inmuebles** desempeña un importante papel en cuanto a la medición y gestión del riesgo financiero.

3. Por ello, la **responsabilidad civil profesional** de quienes llevan a cabo valoraciones inmobiliarias en el ámbito de la titulización hipotecaria es un asunto muy delicado y puede resultar muy superior a la que inicialmente pudiera considerarse.

4. El caso **Titan vs Colliers ilustra la evolución reciente** en cuanto a la consideración de la responsabilidad civil profesional de los valuadores en el ámbito de la titulización hipotecaria.

5. **El caso se resume** en lo siguiente: un fondo de titulización irlandés demanda en 2012 a una empresa de valoración inglesa que valoró en 2005, a efectos de préstamo con garantía y para un banco suizo, un inmueble situado en Alemania, propiedad de una compañía holandesa que lo tenía arrendado a una empresa alemana de venta por catálogo.

6. El **inmueble** es un complejo logístico, de oficinas y comercial de un cuarto de millón de metros cuadrados.

7. La **valoración** se realizó sobre la base del valor de mercado, por el enfoque de renta, y alcanzó los 135 millones de euros a una tasa de rentabilidad del 6,5%.

8. La **demanda** se basa en que el inmueble debería haberse valorado en 76,6 millones de euros, según informe pericial, por lo que solicita una indemnización por 58,4 millones. La **contestación** se basa en otro informe pericial que asciende a 125,9 millones.

9. La **dos cuestiones principales** son: si el fondo de titulización está legitimado activamente para demandar a la empresa de valoración y si la valoración realizada puede considerarse negligente.

10. En primera instancia, el juez determina que **el fondo de titulización sí está legitimado** para demandar a la empresa de valoración, porque ésta amplió los destinatarios y potenciales usuarios de su informe a entidades como ésa.

11. También estima el valor que un valuator diligente habría otorgado al bien en la fecha de valoración en 103 millones de euros y aplica un radio del 15% para llegar a un bracket de entre 88,5 y 118,5 millones. Al no estar el valor del informe incluido en el intervalo y no haber evaluado la empresa de valoración adecuadamente el riesgo, el juez **considera la valoración negligente** y condena a la empresa de valoración a **compensar al fondo en 32 millones de euros**.

12. En apelación, el tribunal estima que el valor que un valuator diligente habría otorgado al inmueble sería de **118,3 millones de euros**,

13. De esta forma, aplicando un bracket del 15%, **el valor de informe sí estaría recogido en el intervalo y por tanto la valoración no fue negligente**.

14. En cuanto a la cuestión de la **legitimación activa**, mantiene el **criterio** del juez de primera instancia.

15. Titan vs Colliers nos recuerda la importancia del establecimiento de unos **términos de contratación adecuados** al trabajo a realizar y la **limitación de la responsabilidad** siempre que la ley lo permita.

16. La doctrina en la que se basa resulta peligrosa por cuanto que **se fija más en el resultado final (el valor) que en el proceso seguido** para llegar a él (la valoración). Los valuadores defendemos que un adecuado valor no debería ser otra cosa sino el resultado de una valoración diligente.

## 7. Bibliografía

### Publicaciones

- ATASA. (2015). Estándar ATASA de Términos de Contratación en Valoración de Bienes. Madrid, Madrid, España: ATASA.
- BARCLAY, M. (2015). *Negligence in property valuations – What does that actually mean after Titan V Colliers?* Recuperado el 30 de 07 de 2016, de olswang.com: <http://www.olswang.com/articles/2015/04/negligence-in-property-valuations-what-does-it-actually-mean-after-titan-v-colliers/>
- DINGEMANN, R. y. (2007). *Die Quelle-Story. Ein deutsches Unternehmen im Spiegel der Zeit*. Múnich: Bucher.
- ESCOBAR, L. (2010). Herramientas comparadas de medición y gestión del riesgo inmobiliario. *Actas del XXV Congreso UPAV* (págs. 1-20). Miami: UPAV.
- ESCOBAR, L. (2011). Herramientas para la medición y gestión del riesgo inmobiliario. Madrid, Madrid, España.
- HAROLD, J. (2015). *Colliers wins valuation battle*. Recuperado el 30 de 07 de 2016, de estatesgazette.com: <http://www.egi.co.uk/news/colliers-granted-appeal-in-valuation-battle/>
- IVSC. (2013). *Normas Internacionales de Valuación 2013*. Madrid: ATASA.
- NEUFERT, E. (2005). *Bauentwurfslehre. Handbuch für den Baufachmann, Bauherren, Lehrenden und Lernenden*. Wiesbaden: Friedr. Vieweg & Sohn Verlag / GWV Fachverlage GmbH.
- RICS. (2014). *Valoración RICS - Normas Profesionales (Libro Rojo)*. Madrid: RICS.
- SERRET, A., & PUERTAS, J. (2007). Nuevos conceptos de valoración en el ámbito del riesgo. *Actas del XXIII Congreso Extraordinario UPAV* (págs. 1-20). Panamá: UPAV.
- TEGoVA. (2016). *European Valuation Standards 2016*. Bruselas: TEGoVA.

### Sentencias

- England and Wales Court of Appeal (Civil Division) Decisions. [2015] EWCA Civ 1083.
- England and Wales High Court (Commercial Court) Decisions. [2014] EWHC 3106 (Comm).

### Referencias de Internet

- <http://es.euronews.com/2009/10/20/quelle-cerrara-su-negocio-de-venta-por-catalogo>
- <http://inventors.about.com/library/inventors/blshopping.htm>
- <http://www.costar.co.uk/en/assets/news/2015/June/Sonae-Sierra-buys-former-Quelle-HQ-for-168m/>
- <http://www.dw.com/es/internet-asesor-personal-de-compras/a-2706301>
- <http://www.forbes.com/sites/adamtanner/2014/03/05/amazons-war-on-germanys-18-billion-patriarch/2/#7b31b0d176b0>
- <http://www.fortadvocaten.nl/faillissementsverslag-valbonne-real-estate-b-v/>
- [http://www.hatfieldphilips.com/wp-content/uploads/2015/07/HPI\\_release\\_06\\_09\\_15.pdf.pdf](http://www.hatfieldphilips.com/wp-content/uploads/2015/07/HPI_release_06_09_15.pdf.pdf)
- <http://www.structuredfinanceinbrief.com/2014/10/quelle-horreur/>
- <http://www.welt.de/regionales/bayern/article142192393/Sonae-Sierra-ersteigert-Quelle-Gelaende-fuer-16-8-Millionen.html>
- [https://www.burges-salmon.com/-/media/files/publications/open-access/why\\_a\\_property\\_transaction\\_and\\_valuation\\_history\\_remains\\_an\\_important\\_tool\\_for\\_valuers.pdf](https://www.burges-salmon.com/-/media/files/publications/open-access/why_a_property_transaction_and_valuation_history_remains_an_important_tool_for_valuers.pdf)
- [www.drittelbooks.com/downloads/Press\\_engSPIEGELIBMQUELLE.pdf](http://www.drittelbooks.com/downloads/Press_engSPIEGELIBMQUELLE.pdf)