

MARCO LEGAL DE LA TITULIZACION DE ACTIVOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Agustín MADRID PARRA

I. INTRODUCCION

La regulación jurídica de la titulación de activos financieros en España se origina en el contexto del mercado hipotecario. Dicha regulación se lleva a cabo por primera vez mediante la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulación Hipotecaria (1). Regulada en esta Ley la titulación de créditos hipotecarios, se ha previsto posteriormente la posibilidad de su extensión a otro tipo de créditos. A tal efecto se ha producido un fenómeno de deslegalización, permitiéndose al Gobierno que pueda extender la posibilidad de titulación a otros activos financieros. Tal autorización se contiene en el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo (2).

En función de la específica naturaleza de los créditos susceptibles de titulación, el Gobierno podrá adaptar a la misma la regulación contenida en la Ley 19/1992. Pero el régimen jurídico establecido en esta Ley para los Fondos de Titulación Hipotecaria tiene el carácter de general para todo caso de titulación de activos financieros. Por tanto, en las páginas que siguen se expondrá el marco legal básico de la titulación en España, que es el contenido en la Ley 19/1992, referido a la titulación hipotecaria, pero sabiendo que el mismo puede ser extendido, incluso con modificaciones, a la titulación de otros créditos distintos a los hipotecarios.

II. CESION DE CREDITOS

Para los intermediarios financieros es importante la concesión de préstamos y, en general, la realización de todas las operaciones de activo, que constituyen un bloque fundamental sobre el que

se sustenta su actividad como agentes económicos en el contexto del sistema financiero. Mas en la otra cara de la moneda de su actividad se sitúan las operaciones de pasivo y, en general, aquellas que les permiten financiación o refinanciación para cerrar el ciclo de su actividad empresarial.

Una de las posibilidades de financiación es el endeudamiento. Un intermediario financiero puede mantener en el activo de su patrimonio los créditos resultantes, por ejemplo, de la concesión de préstamos, y, por otra parte, tener en el pasivo del mismo la deuda contraída por la aceptación de depósitos «irregulares» de dinero o la emisión de valores de naturaleza «obligacional». Sin embargo, cabe también la posibilidad —financiera y jurídica— de acudir a la cesión de los créditos, saliendo éstos del patrimonio del cedente, que obtiene un margen o diferencial que retribuye su gestión intermediadora. Desde un punto de vista financiero, o incluso fiscal, tratándose de elevadas cuantías puede resultar preferible acudir a esta segunda opción.

En nuestro ordenamiento jurídico se contempla, con carácter general, la figura de la cesión del crédito y, en particular, la del crédito hipotecario. La cesión ordinaria de créditos se contempla en los artículos 1.526 y siguientes del Código civil (C. ci.) y en los artículos 347 y 348 del Código de comercio (C. de c.). La cesión, en sentido estricto, está llamada —como ocurre en la subrogación: arts. 1.203.3.º y 1.208 C. ci.— a producir la novación en la persona del acreedor. Cuando se dan los requisitos de los artículos 1527 del C. ci. y 347 del C. de c., el deudor ha de pagar al cesionario, que se sitúa, a estos efectos, en lugar del cedente, si bien éste ha de responder de la existencia y legitimidad del crédito en los términos de los artículos 1.529 del C. ci y 348 del C. de comercio.

Como se acaba de señalar, en la cesión ordinaria de créditos la persona del acreedor cedente

está llamada a desaparecer de la relación obligacional, dando paso a su sustitución por el nuevo acreedor-cesionario. Esta finalidad es la que se pretende en toda cesión de crédito y, por tanto, también en la de los créditos hipotecarios. Sin embargo, se ha de tener presente la especial naturaleza jurídica del crédito hipotecario, donde se da una estrecha unión entre el crédito y la garantía, de forma que, aun siendo ésta accesoria respecto de aquél, el crédito llega a participar de la naturaleza real de la garantía. De ahí que el legislador haya contemplado y regulado de forma específica la cesión del crédito hipotecario.

Una hipoteca puede ser constituida para garantizar el cumplimiento de cualquier clase de obligación. Normalmente el objeto de cobertura mediante garantía hipotecaria son obligaciones nacidas de contratos de préstamo a largo plazo. El contrato de préstamo con la garantía hipotecaria constituye una operación económica que permite disponer del valor de un inmueble, pasando a «situarse» dicho valor en el crédito hipotecario que nace de aquel contrato.

Constituida la hipoteca inmobiliaria para el cumplimiento de una determinada obligación (art. 1857.1.º C. ci. y art. 104 Ley Hipotecaria—LH—), queda satisfecho el interés económico del deudor hipotecario al haber «movilizado» y, por tanto, «utilizado» el valor del inmueble. Se alcanza así la finalidad buscada por el deudor hipotecario sobre la base de la movilización de valor inmobiliario. De igual manera el acreedor hipotecario, que tiene en su patrimonio dicho valor ínsito en el crédito hipotecario cuya titularidad ostenta, puede necesitar disponer del mismo. Precisamente en la medida en que el acreedor hipotecario pueda movilizar su crédito estará en mejores condiciones y, por tanto, más dispuesto a conceder préstamos hipotecarios. Es aplicable el tópico de que la facilidad para la desinversión incentiva la inversión. Lo es más aún si se tiene en cuenta que se trata aquí de créditos a muy largo plazo. Si no hubiese posibilidad alguna de transmisión del crédito, el acreedor sería mucho más reticente a la hora de generar un crédito hipotecario al que tuviese que estar necesariamente vinculado durante un largo plazo hasta su amortización total.

A la demanda económica de hacer posible la disposición del valor de los créditos hipotecarios mediante su transmisión responde el ordenamiento jurídico regulando la cesión de dichos créditos. Así, el artículo 1878 del C. ci. dispone: «El crédito

hipotecario puede ser enajenado o cedido a un tercero en todo o en parte, con las formalidades exigidas por la Ley.» La LH, por su parte, establece los requisitos exigidos para proceder a la transmisión de los créditos hipotecarios: «El crédito hipotecario puede enajenarse o cederse en todo o en parte, siempre que se haga en escritura pública, de la cual se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro» (art. 149, párr. 1, LH).

La transmisión, pues, de los créditos hipotecarios es posible; mas para que la misma se produzca se han de observar los tres requisitos siguientes:

1. Otorgamiento del contrato, por el que se hace cesión, en escritura pública.
2. Notificación de ésta al deudor.
3. Inscripción de la escritura de cesión en el Registro de la propiedad.

He aquí las consecuencias del incumplimiento de tales requisitos:

A) «Si en los casos en que deba hacerse, se omite dar conocimiento al deudor de la cesión del crédito hipotecario, será el cedente responsable de los perjuicios que pueda sufrir el cesionario por consecuencia de esta falta» (art. 151 LH). La cesión, pues, es válida, pero el deudor no queda vinculado con el nuevo acreedor, siendo el cedente responsable de los perjuicios que se causen al cesionario.

B) Los otros dos requisitos (escritura pública e inscripción en el Registro de la Propiedad) son exigencias específicas derivadas de la naturaleza hipotecaria del crédito. Esto significa que no habrá oponibilidad a terceros mientras ambos requisitos no se cumplan. Aunque falte alguno de estos dos requisitos, cedente y cesionario están obligados entre sí, pero la cesión carecerá de su principal atractivo, cual es la seguridad que ofrece su oponibilidad a terceros sobre la base de la protección registral. Dicha carencia se pone especialmente de manifiesto en situaciones de crisis patrimonial, como es el supuesto de la quiebra.

La regulación descrita de la cesión total de un crédito, o parcial de un crédito hipotecario expresamente contemplada en nuestro ordenamiento jurídico, permite la transmisión individualizada de uno o varios créditos, pero siempre como una operación entre particulares fuera de los circuitos de todo mercado organizado. El funcionamiento de un mercado requiere una actividad en el «mundo»

del acreedor de manera independiente y autónoma respecto de la «esfera» del deudor. La necesidad de notificación al deudor para que éste quede vinculado con el nuevo acreedor es una rémora para operaciones en masa de cesión de importantes volúmenes de créditos, en mercados primarios y secundarios. De ahí que se hayan tenido que buscar soluciones técnico-jurídicas que, intentando salvar la necesaria seguridad jurídica, permitan una fácil y ágil transmisión de créditos y derechos.

En particular, la necesidad de financiación para la construcción y la adquisición de vivienda demanda la existencia de mercados especializados del crédito hipotecario dentro del sistema financiero. Precisamente como respuesta a esa demanda se promulgó la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (LMH) (3), con el fin de facilitar la financiación hipotecaria mediante el establecimiento de instrumentos jurídicos que permitan la existencia de un adecuado mercado hipotecario.

III. INTERMEDIACION EN EL CREDITO

Sería difícil en la práctica que quien necesita recursos, incluso «disponiendo» del valor de un inmueble sobre el que se constituye un derecho real de hipoteca, encuentre al inversor adecuado que, disponiendo del dinero suficiente, procediera a la concesión del correspondiente préstamo. En el desarrollo de la actividad económica existen unos intermediarios, que son las entidades de crédito, cuyo objeto es precisamente el de captar recursos entre quienes disponen de fondos para invertir y «colocarlos», esto es, prestarlos a quienes tienen necesidad de financiación. Dentro del sistema financiero, las entidades de crédito desarrollan su función de mediación canalizando recursos hacia diversos sectores de la actividad económica, que pueden ir desde la industrial al consumo, pasando por el básico y primario sector de la construcción y la adquisición de viviendas. Su función de intermediación consiste, fundamentalmente, en tres clases de operaciones:

A) Captación de recursos ajenos mediante endeudamiento, instrumentado en forma de depósitos o emisión de valores.

B) Concesión de préstamos (hipotecarios o no). También tienen cabida figuras como el arrendamiento financiero (*leasing*, mobiliario e inmobiliario), o el aval (hipotecario o no).

C) Enajenación de activos mediante la figura de la cesión de créditos.

Tratándose de créditos a largo plazo, como es el caso de los hipotecarios, las entidades de crédito se encuentran con la dificultad de equilibrar los períodos de amortización de su activo y su pasivo, o más exactamente, de los recursos ajenos captados y los préstamos hipotecarios concedidos. La propia configuración financiera del préstamo hipotecario, que responde a las necesidades y posibilidades económicas del prestatario, implica un largo plazo de amortización. Los inversores y depositantes, sin embargo, no colocan su dinero a tan largo plazo. Cuando los inversores buscan un plazo adecuado que les asegure una determinada rentabilidad durante el más largo tiempo posible, pero sin asumir un excesivo riesgo de no poder beneficiarse de posibles subidas futuras de los tipos de interés, resulta que el plazo más largo al que se suele llegar se sitúa en torno a los diez años. Si el plazo de amortización de los préstamos hipotecarios generalmente oscila entre los diez y los veinte —incluso veinticinco— años, se constata la existencia de un desajuste que implica un importante riesgo para la entidad de crédito. Si se conceden préstamos hipotecarios a largo plazo financiándose el prestamista con recursos ajenos a corto, éste está asumiendo el riesgo de que se incremente el costo de su financiación si se produce una subida de los tipos de interés en el mercado. Puede así suceder que el intermediario financiero se vea incluso obligado a tener que retribuir los recursos ajenos con los que se financie mediante unos tipos de interés más elevados que los recibidos por los préstamos hipotecarios con anterioridad concedidos.

Los intermediarios financieros necesitan disponer de mecanismos jurídico-financieros que les permitan atender a dos necesidades:

1. La captación de recursos ajenos que les permitan canalizar fondos hacia los distintos sectores de la actividad económica, pero «proyectando» o transmitiendo a su vez sobre los inversores las condiciones (con las garantías, en su caso, como las hipotecarias) de los créditos generados.

2. La cesión fácil y ágil de los créditos, que les permita transferir el riesgo de bajas significativas en los tipos de interés del mercado, a la vez que obtienen una retribución por su actividad de intermediación.

En un caso, la entidad de crédito mantiene su posición deudora respecto al inversor y acreedora respecto al prestatario, asumiendo las diferencias

favorables o adversas de los tipos de interés. En el otro caso, el intermediario financiero no asume la condición de deudor del inversor y sí, por el contrario, pierde la condición de acreedor al ceder el crédito, aunque mantenga la administración de los créditos como fuente de renta.

El mecanismo señalado de la cesión ordinaria de créditos y la específica de cesión de créditos hipotecarios, que regula el artículo 149 de la LH, no parece que sea lo suficientemente ágil y simple para su utilización en masa, de forma que permita el establecimiento de un mercado. De ahí que el propio ordenamiento jurídico haya arbitrado otros instrumentos jurídicos como son los títulos valores, primero, y los valores, después, que permitan una fácil movilización y circulación de los créditos, incluso de los de naturaleza hipotecaria. Así, es posible la incorporación de créditos a valores como las obligaciones o las participaciones hipotecarias. Igualmente, se puede acudir a la emisión de cédulas o bonos hipotecarios, ya estén unas y otros representados mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta.

IV. CIRCULACION DE CREDITOS MEDIANTE TITULOS O VALORES

Existen en nuestro ordenamiento jurídico instrumentos que permiten la movilización de los créditos, hipotecarios o no, como son los títulos endosables o al portador, con garantía hipotecaria o sin ella, pero que adolecen de ciertos inconvenientes para su comercialización en mercados organizados. Si cuando se genera el crédito, éste nace ya instrumentado en un título valor, su transmisión será más fácil, si bien presentará la dificultad de haber sido emitido individualmente, mientras que su negociación tendría que producirse en un mercado organizado que requiere homogeneidad de los créditos y de los instrumentos jurídico-financieros en que aquéllos se materializan. En la práctica la dificultad es aún mayor. Los créditos suelen tener su origen en contratos de préstamo, sin que se incorporen a títulos valores o se representen mediante anotaciones en cuenta. Al menos así sucede en el amplio «mercado del crédito al por menor». Es precisamente ahí donde se plantea la necesidad de buscar alternativas a la movilización de esos créditos.

Una opción es la de la mera movilización económica, más que jurídica, de los créditos mediante la emisión de valores de naturaleza «obligacional», donde el intermediario financiero adopta la posición deudora frente a los inversores. De esta

forma, en el patrimonio del emisor existen, por una parte, su cartera de créditos y, por otra, la deuda contraída por la obtención de financiación mediante endeudamiento.

Otra opción es la de acudir a la emisión de valores que instrumenten la cesión o transmisión de los propios créditos que ya existen en la cartera del emisor, con lo que aquéllos «salen» del patrimonio de éste.

Si se sigue la primera opción se aplicará el régimen general de emisión de valores contemplado en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) (4), y en el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (5), además de, en su caso, la Ley de Sociedades Anónimas en materia de emisión de obligaciones (6). Para la segunda opción viene a dar respuesta la legislación sobre titulización. Cuando se trata de créditos hipotecarios, tanto en un caso como en otro, se presentan especiales dificultades derivadas de la específica «naturaleza real» del crédito hipotecario, que ha motivado la promulgación de la regulación relativa al mercado hipotecario. Precisamente la necesidad de superar esas específicas dificultades ha llevado a que sea en el seno de la configuración del mercado hipotecario en España donde, tras una década de existencia de éste, se haya producido la regulación legal de la titulización en nuestro país (7).

Dado, pues, que la regulación de la titulización es la propia de los Fondos de Titulización Hipotecaria, se hace imprescindible, para su mejor comprensión, que vaya precedida de una exposición relativa a otros instrumentos jurídico-financieros, cuya función es también la de propiciar la «cesión» del valor económico de la cartera de créditos hipotecarios, si bien en términos jurídicos no se puede decir que tenga lugar una cesión en sentido estricto.

Sobre la base de los artículos 150, 154, 155 y 156 de la LH es posible constituir una hipoteca en garantía de una letra de cambio, aunque la figura de la hipoteca cambiaria no aparezca expresamente contemplada y regulada en la legislación (8). Se trata en este caso de un efecto de comercio, no de un valor mobiliario.

La letra de cambio garantizada por hipoteca puede circular fácilmente, transmitiendo el crédito hipotecario, conforme al mecanismo cambiario (transmisión, sobre todo, mediante endoso), sin necesidad de atender a los requisitos del artículo 149 de la LH, por aplicación del artículo 150 de

la misma LH (9). Pero la letra con garantía hipotecaria no es un instrumento adecuado para la creación de un mercado hipotecario, ya que:

a) Surgió para afianzar letras «dudosas» por lo que a la solvencia del deudor se refiere.

b) La letra de cambio no fue ideada como instrumento de movilización del crédito inmobiliario ni sus requisitos formales, sumados a los de constitución de la hipoteca, permiten pensar en ella como instrumento para el desarrollo de un mercado.

c) Además de adolecer de los inconvenientes de las obligaciones hipotecarias, que a continuación se dirán, hay que sumar el de que la letra es un título no emitido en serie (efecto de comercio), por lo que todos los títulos pueden ser diferentes (10).

Las obligaciones hipotecarias, por otro lado, son valores que constituyen parte de un empréstito del emisor y que gozan de una fuerte garantía, cual es la de una hipoteca inmobiliaria. El régimen jurídico de las obligaciones se encuentra en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989, en la Ley de 24 de diciembre de 1964 y en la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (11). Tratándose de obligaciones hipotecarias, la LH establece una excepción al régimen general de transmisión de los créditos hipotecarios. Como ya se ha señalado, el artículo 149 de la LH exige que se dé conocimiento al deudor de la transmisión de los créditos hipotecarios y que se proceda a la inscripción de la cesión en el Registro de la Propiedad. Sin embargo, el artículo 150 de la LH establece como excepción que cuando se trata de la transmisión de obligaciones hipotecarias, el derecho hipotecario se entenderá transferido, con la obligación, sin necesidad de dar conocimiento de ello al deudor ni de hacerse constar la transferencia en el Registro.

Las obligaciones hipotecarias, sin embargo, presentan importantes dificultades para permitir el funcionamiento de un mercado. A este respecto, se pueden señalar los siguientes inconvenientes:

a) Los inversores que acuden a los mercados carecen de suficiente información sobre el inmueble que constituye la garantía de los valores.

b) Las entidades emisoras han de limitarse a movilizar el valor de los inmuebles que son de su propiedad, ya que resulta inviable colocar en el mercado obligaciones hipotecarias emitidas por

una pluralidad de deudores hipotecarios. Estos no reunirían los requisitos de acreditada solvencia empresarial que la LMV, en sus artículos 26 y siguientes, exige a quienes deseen concurrir a los mercados de capitales. La alternativa, tampoco viable, sería la de que la entidad de crédito fuese la emisora (deudor de los obligacionistas) y que el propietario del inmueble (deudor de la entidad de crédito) fuera hipotecante en garantía de deuda ajena (la de la entidad de crédito frente a los obligacionistas). Pero esta solución resulta inviable porque, entre otros inconvenientes, la entidad emisora se encontraría con que, mientras que los obligacionistas sí contarían con garantía hipotecaria, el crédito de la entidad frente a sus deudores no disfrutaría de tal garantía. Así, si el deudor de la entidad emisora no le paga, ésta no tendría acción hipotecaria alguna que ejercitar sobre el inmueble.

c) En los mercados de capitales no basta la sola garantía hipotecaria. Ha de haber siempre, en primer lugar, una entidad emisora que ofrezca confianza y seguridad. La garantía hipotecaria ha de tener la consideración de un *plus* añadido.

V. VALORES HIPOTECARIOS

Para facilitar la movilización de los créditos hipotecarios en un mercado adecuado, se promulgó la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (LMH) (12). La LMH se refiere a las cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios y participaciones hipotecarias como las tres clases de «títulos hipotecarios» (13). Según el artículo 43.1 del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario (14), los «títulos que se emitan para el mercado hipotecario pueden ser de tres clases: cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios y participaciones hipotecarias. Estas denominaciones son exclusivas y quedan reservadas para dichos títulos».

Con estas denominaciones se pretende identificar y distinguir, no definir, el contenido de los derechos incorporados a los títulos o representados mediante anotaciones en cuenta, si bien la propia denominación hace referencia al contexto en que tales valores existen, a saber: el Mercado Hipotecario. De ahí que el artículo 43.1 citado del RMH haga esa reserva en exclusiva de estas denominaciones para los títulos de dicho mercado. No obstante, resulta paradójico calificar con el adjetivo de «hipotecarios» algunos valores, como las cédulas, cuya garantía difícilmente puede ser considerada hipotecaria en sentido estricto, mientras

que, sin embargo, no se incluyen otros valores que sí gozan plenamente de tal garantía, cuales son las obligaciones hipotecarias.

Los valores hipotecarios son el instrumento jurídico-financiero que permite a las entidades de crédito captar capitales ajenos que canalizan hacia la financiación de la construcción y la adquisición de viviendas, mediante la concesión de préstamos hipotecarios. Para que estos préstamos sirvan de cobertura a la emisión de valores hipotecarios han de tener como finalidad la financiación, con garantía de primera hipoteca inmobiliaria, de la construcción, rehabilitación y adquisición de viviendas, obras de urbanización y equipamiento social, construcción de edificios agrarios, turísticos, industriales y comerciales y cualquier otra obra o actividad (art. 4 LMH, y art. 24 RMH).

Las entidades de crédito que pueden emitir valores hipotecarios son los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, entidades de financiación y las sociedades de crédito hipotecario, que son un tipo de sociedades anónimas especializadas, reguladas por la LMH y el RMH, y cuyo objeto exclusivo es la concesión de préstamos y avales hipotecarios, así como la emisión de valores hipotecarios (arts. 2.1 y 3.1 LMH, y arts. 2.1 y 11 RMH).

La LMH establece un circuito consistente en partir de la cartera de créditos hipotecarios que tienen las entidades prestamistas para permitirles emitir valores hipotecarios con los que obtener nuevos recursos para continuar la actividad de concesión de nuevos préstamos hipotecarios. La emisión de estos valores es el medio de movilización de los créditos hipotecarios. Las concesiones de los préstamos constituyen operaciones de activo, mientras que la captación de recursos ajenos mediante la emisión de valores constituye una operación de pasivo. Evidentemente, este esquema de funcionamiento responde al mecanismo general de actuación de las entidades de crédito como intermediarios en el sistema financiero. La peculiaridad, por lo que se refiere al mercado hipotecario, reside en la vinculación jurídica y financiera que la LMH establece entre estas concretas operaciones de activo y de pasivo.

Partiendo de la existencia de un activo en el patrimonio de la entidad de crédito, como es la cartera de créditos hipotecarios, lo que se pretende es facilitar la movilización («disposición» del valor de dicha cartera) para permitir la refinanciación. El instrumento jurídico tradicional para ello es el de la cesión ordinaria de los créditos. Esta

institución jurídica puede ser utilizada en operaciones singulares; pero resulta totalmente inadecuada para operaciones en masa dirigidas a la emisión y colocación de activos en un mercado organizado. El costo y la complejidad de la instrumentación formal de la cesión ordinaria de los créditos hipotecarios hacen inviable la utilización de este medio para colocar un «producto» (valores) homogéneo y emitido en masa en los mercados de capitales.

Precisamente para dar respuesta a esta dificultad y facilitar la refinanciación de los créditos hipotecarios, la LMH ha regulado tres instrumentos jurídico-financieros específicos mediante los cuales el valor de los créditos hipotecarios puede ser movilizado. Para ello lo que se hace es vincular los créditos con la emisión de valores; es decir, aquéllos sirven de cobertura para la emisión de éstos. Según el grado de vinculación de los créditos hipotecarios con los valores emitidos, se estará en presencia de cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios o participaciones hipotecarias, yendo desde la mera cobertura económica hasta la cesión jurídico-formal de parte de un crédito hipotecario que sale del activo de la entidad emisora.

Las cédulas hipotecarias han sido los títulos más utilizados en el mercado hipotecario. Han sido escasas las emisiones de bonos hipotecarios. A los diez años de la promulgación de la LMH, ha sido necesaria la modificación del RMH para facilitar la emisión de participaciones hipotecarias, instrumento financiero base sobre el que se estructura y articula la configuración legal de los Fondos de Titulización Hipotecaria.

1. Cédulas hipotecarias

Son valores consistentes en un derecho de crédito contra la entidad emisora. Tienen la naturaleza de una obligación, en cuanto que instrumentan una operación de endeudamiento del emisor para la captación de recursos ajenos; pero tienen un régimen jurídico propio y específico, no aplicándose el régimen general de emisión de las obligaciones.

Así, para la emisión de cédulas hipotecarias no es necesario el otorgamiento de escritura pública ni la inscripción en el Registro mercantil, aunque si se emiten mediante anotaciones en cuenta, es necesaria escritura pública (art. 6.º LMV, y art. 44.2 RMH). Pueden ser emitidas por las entidades oficiales de crédito, bancos, cajas de ahorro, Caja Postal de Ahorros, cooperativas de crédito y

sociedades de crédito hipotecario (art. 12 LMH, y artículo 43.2 RMH).

Las cédulas cuentan con la cobertura económica de la cartera de créditos hipotecarios de la entidad emisora. Como medida de garantía y seguridad, el artículo 16 de la LMH establece un límite al volumen de cédulas emitidas en relación con la cartera de créditos hipotecarios de la entidad. Así, el volumen de aquéllas no puede superar el 90 por 100 «de los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios de su cartera, deducidos el importe de los afectados a bonos y participaciones hipotecarias». Superado el límite del 90 por 100 se ha de proceder a restablecer el equilibrio comprando cédulas o aumentando la cartera de créditos hipotecarios (art. 18 LMH).

Con la finalidad de flexibilizar y facilitar la emisión de cédulas hipotecarias, el artículo 59.1 del RMH, según la redacción dada por el R. D.1.289/1991 (15), admite las participaciones hipotecarias como cobertura para la emisión de cédulas hipotecarias. A estos efectos las participaciones hipotecarias han de reunir, según dispone el artículo 61.4 del RMH, los requisitos establecidos en el artículo 62.3 del RMH, es decir, que su duración sea por la totalidad del plazo del crédito participado y que no exista pacto de recompra o garantía alguna por parte de la entidad emisora.

Las cédulas estarán representadas mediante anotaciones en cuenta o por medio de títulos, que pueden ser nominativos, a la orden o al portador. Para su transmisión sólo se requiere intervención de fedatario público si son títulos al portador y no interviene una entidad de las que pueden operar en el mercado hipotecario (disposición adicional 4.^a, 1, Ley 14/1985, de 29 de mayo) o una sociedad o agencia de valores (disposición adicional 3.^a LMV).

Los dos derechos principales que confieren las cédulas son los relativos a la recuperación del capital y el cobro de intereses. Se suelen emitir con cupones semestrales o cupón cero y amortización única. El cedulista cuenta con acción ejecutiva (art. 14 LMH) para exigir el pago al deudor emisor, acción que, al no existir sindicato de cedulistas, puede ejercitar individualmente.

Según el artículo 12, párrafo 2, de la LMH, el «capital y los intereses de las cédulas hipotecarias estarán especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre todas las que en cualquier momento consten inscritas a favor de la entidad emisora, sin perjuicio

de la responsabilidad patrimonial universal de la misma». Se trata de una pretendida hipoteca, o mejor, subhipoteca, legal y tácita; pero a pesar del tenor literal de la LMH, no es una hipoteca *stricto sensu*, ya que quiebran los principios registrales de publicidad y especialidad al no haber constancia registral. Falta una facultad esencial del acreedor hipotecario como es la reipersecutoriedad: el cedulista no tiene acción para perseguir un crédito hipotecario que haya salido del patrimonio de la entidad emisora. De lo que gozan los cedulistas es de una preferencia de cobro, como acreedores singularmente privilegiados —con el mismo rango de los acreedores hipotecarios (pero sin tener la condición de tales)— (art. 14 LMH).

Las cédulas, pues, cuentan con la garantía económica del respaldo o afectación *ex lege* de la cartera de créditos hipotecarios de la entidad emisora, pero sin que se trate de una hipoteca propiamente dicha.

2. Bonos hipotecarios

Son valores que confieren un derecho de crédito contra el emisor y que cuentan con la garantía de determinados créditos hipotecarios afectados como cobertura de la emisión. Se pueden calificar como obligaciones especiales, cuyo régimen jurídico viene dado según la siguiente prelación normativa: LMH, RMH, Capítulo X de la LSA o Ley de 24 de diciembre de 1964. Mientras que las obligaciones ordinarias sólo pueden ser emitidas en series, los bonos hipotecarios pueden serlo en serie o singularmente.

Los bonos hipotecarios pueden ser emitidos por todas las entidades operadoras del mercado hipotecario, es decir, las mismas que pueden emitir cédulas hipotecarias más las entidades de financiación de ventas a plazos (art. 2 LMH).

La garantía de los bonistas se constituye mediante nota marginal en la inscripción de las hipotecas en el Registro de la propiedad. No hay cesión de créditos hipotecarios (en el sentido de transferencia plena de titularidad), sino una afectación en garantía. Además de garantía, los créditos afectados constituyen la fuente que proporciona los fondos para pagar a los bonistas. De ahí que se establezcan las dos limitaciones siguientes:

a) El importe de la emisión de bonos no puede ser superior al 90 por 100 de los capitales no

amortizados de los créditos afectados (art. 17.1 LMH). Si se supera ese porcentaje, se ha de restablecer el equilibrio mediante la amortización de bonos o afectación de nuevos créditos hipotecarios (art. 18.2 LMH).

b) El vencimiento medio de los bonos no puede ser superior al de los créditos afectados (art. 17.2 LMH).

La emisión de bonos ha de constar en escritura pública e inscribirse en el Registro mercantil. Si se hace una emisión de bonos en serie, ha de constituirse el sindicato de tenedores de bonos.

Los principales derechos de los tenedores de bonos son los relativos a la recuperación del capital y a la percepción de los intereses. Los bonistas tienen acción ejecutiva contra el deudor emisor que incumpla su obligación de pago (art. 14 LMH). El ejercicio individual o colectivo de las acciones estará en función de los acuerdos que adopte la asamblea del sindicato de tenedores de bonos en defensa de los intereses generales de los bonistas.

Los tenedores de bonos tienen el carácter de acreedores singularmente privilegiados con la preferencia propia de los acreedores hipotecarios (art. 14 LMH). Gozan de una garantía real sobre los créditos hipotecarios afectados (art. 13, párrafo 2, LMH), que al constar en el Registro de la propiedad mediante nota marginal, le concede la naturaleza de una subhipoteca (la hipoteca de la hipoteca). La ejecución de la garantía se ha de realizar sobre los créditos hipotecarios, no sobre los inmuebles que garantizan dichos créditos.

El régimen de representación y transmisión de los bonos es como el de las cédulas hipotecarias.

3. Participaciones hipotecarias

Son valores nominativos que representan los derechos que el emisor, entidad participante en el mercado hipotecario, transmite a su titular (participe) sobre un crédito hipotecario de su cartera; la parte cedida se expresa en términos de un porcentaje sobre el crédito participado. La LMH (art. 15) configura la participación hipotecaria como un instrumento para «hacer participar a terceros en todo o en parte de uno o varios créditos hipotecarios» de la cartera del emisor. Aunque sea criticable, la LMH admite la «participación al 100 por 100».

Mediante este instrumento la entidad emisora lleva a cabo la transmisión del riesgo de la parte

del activo que ha sido objeto de participación (art. 15 *in fine* LMH y art. 62.3, RMH). La LMH contiene la configuración general de la institución, que necesita del desarrollo reglamentario para su aplicación. Pero la regulación del RMH ha sido restrictiva. Así, por ejemplo, mientras el artículo 15, párrafo 1.º, de la LMH se refiere a la participación en «uno o varios» créditos hipotecarios, el artículo 61.2, del RMH disponía tajantemente en su redacción de 1982: «En todo caso, cada título de la emisión representará una participación en un determinado crédito hipotecario.» En términos similares ha continuado tras la redacción de 1991 (R. D. 1289): «En todo caso, cada valor se referirá a una participación en un determinado crédito hipotecario.» Con ello se limitan, pues, las posibilidades de emisión en masa de participaciones hipotecarias, que son una «importación» del sistema anglosajón de Estados Unidos, constituyendo una institución cuya estructura jurídica encaja mal en el conjunto de nuestro ordenamiento.

Según el artículo 61.1 del RMH, las participaciones hipotecarias pueden estar representadas mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta. Rige, pues, el criterio de la nominatividad. El artículo 61.1 del RMH no hace sino recoger la posibilidad genérica establecida por el artículo 5 de la LMV, que permite la emisión de valores negociables mediante su representación por medio de anotaciones en cuenta o títulos. Se ha de subrayar que este precepto legal se refiere a los «valores negociables», y que, según el artículo 2.º de la misma LMV, el ámbito de aplicación de esta Ley es el de los «valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones». De donde se ha de concluir que sólo los valores agrupados en emisiones y susceptibles de negociación pueden ser representados no sólo mediante títulos sino también mediante anotaciones en cuenta. De hecho carece de sentido práctico la emisión singularizada de valores mediante anotación en cuenta. Por tanto, si bien existe la posibilidad legal y teórica de la emisión de participaciones hipotecarias mediante anotaciones en cuenta, se ha de tener en presente la limitación práctica que supone la aplicación del contenido del ya citado artículo 61.2 del RMH: «En todo caso, cada valor se referirá a una participación en un determinado crédito hipotecario.» Esto significa que sobre un crédito hipotecario de pequeña cuantía difícilmente se puede realizar una emisión de participaciones hipotecarias en el sentido plural al que se refiere el artículo 2.º de la LMV. Sí cabría tal emisión sobre un crédito hipotecario de cuantía elevada, pudiendo estar

las participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta.

Teóricamente también cabría la posibilidad de configurar una emisión de participaciones hipotecarias representadas por medio de anotaciones en cuenta emitidas sobre una pluralidad de créditos hipotecarios, aunque cada una de ellas estuviera referida a un concreto crédito hipotecario. Sin embargo, esta teórica posibilidad resultaría de difícil aplicación en la práctica debido posiblemente a la falta de la homogeneidad necesaria entre los distintos créditos hipotecarios, que exige el mercado y el artículo 4º del R. D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (16). En consonancia con la posibilidad que reconoce el artículo 61 del RMH de representar las participaciones mediante anotaciones en cuenta, el artículo 64.2 del RMH dispone: «Cuando las participaciones hipotecarias estén representadas por medio de anotaciones en cuenta se harán constar, en todo caso, en la escritura pública a que se refiere el artículo 6.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, aquellos de los datos mencionados en el apartado 1 anterior que resulten compatibles con tal forma de representación.» Teniendo en cuenta que la emisión de valores negociables requiere que se haga en masa y con unas características de homogeneidad que los haga susceptibles de «tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera», y dado que el artículo 61.2 del RMH exige que cada valor se refiera a una participación en un determinado crédito hipotecario, resultará en la práctica difícil que el volumen de un concreto crédito hipotecario permita una emisión en serie de participaciones hipotecarias que aconseje su representación mediante anotaciones en cuenta. De ahí que se haya de recurrir a la agrupación de participaciones hipotecarias denominada «fondo de titulización hipotecaria» a cargo del cual se emitan valores homogéneos representados necesariamente mediante anotaciones en cuenta (art. 5, apartados 1 y 9, Ley 19/1992).

En el caso de la emisión singularizada de valores hipotecarios (no sólo de participaciones, sino de cédulas y bonos también, que el artículo 11 de la LMH permite emitir en serie o singularmente) se produce una «disfunción» a la hora de calificar tales valores. La LMV se refiere, regula y aplica a los llamados «valores negociables», es decir, los emitidos en serie y susceptibles de negociación en un mercado [cfr. art. 2º, LMV, y arts. 4º.2 y 2º.1, f), R. D. 291/1992]. Evidentemente, en el caso de emisión «singular» no se trata de un «conjunto»

de valores, como requiere el citado artículo 4º.2 del R. D. 291/1992. Lo que sí parece, en todo caso, es que el valor emitido singularmente es susceptible de negociación, aunque probablemente no en un mercado organizado. Sea como fuere, los valores hipotecarios son calificados *per se* como valores negociables por el R. D. 291/1992, que califica expresamente como tales a las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias en su artículo 2º.1, d). Se debe entender que la enumeración contenida en el artículo 2º del R. D. 291/1992 no se hace con carácter absoluto, en el sentido de que, para que los valores en él enunciados puedan ser calificados como «negociables», han de reunir los requisitos generales establecidos en el propio R. D., entre los que se encuentran los del artículo 4º. No siendo así, los valores no pueden ser llamados negociables, ni les es aplicable el régimen jurídico de éstos. Tal posibilidad —que las participaciones hipotecarias puedan no ser valores negociables— se contempla expresamente en el artículo 72.2 del RMH, que establece: «Las participaciones hipotecarias que según las normas que regulan la emisión de valores no tengan la consideración de valor negociable tendrán la consideración de préstamos hipotecarios para la composición de las inversiones que constituyen los fondos de reserva especiales, con adscripción de destino de las empresas mercantiles a que se refiere el apartado anterior.»

Las participaciones, al igual que los bonos, pueden ser emitidos por todas las entidades admitidas a participar en el mercado hipotecario.

El artículo 62 del RMH prohíbe emitir participaciones en créditos afectos a una emisión de bonos o cuando con ella se supere el 90 por 100 en la proporción cédulas emitidas/cartera de créditos hipotecarios (art. 16 LMH, y art. 59 RMH). En correlación con la modificación introducida por el R. D. 1289/1991 en el sentido de reconocer que las participaciones hipotecarias pueden constituir cobertura para la emisión de cédulas hipotecarias, el artículo 62.2 del RMH extiende la prohibición a la transmisión de participaciones hipotecarias existentes en la cartera de una entidad, si con ello se supera también el mencionado límite.

Según el artículo 64.1.6, párrafo 2º, del RMH, cuando «la suscripción y tenencia de las participaciones no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, se emitirán en escritura pública, de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad, al margen de la inscripción

ción de la hipoteca correspondiente. Practicada la nota marginal, los terceros que adquieran algún derecho sobre el crédito hipotecario lo harán con la carga del pago y de la participación y de sus intereses». Por tanto, las participaciones pueden ser de dos clases: participaciones no limitadas o «libres», que se anotan en el Registro de la propiedad y que pueden ser adquiridas por cualquier persona y libremente transmitidas, y las participaciones limitadas, que no constan en el Registro de la Propiedad y que sólo pueden ser adquiridas por y transmitidas entre las entidades de crédito que operan en el mercado hipotecario y otras entidades de ahorro institucional (17). Aunque en el artículo 64.1.6, párrafo 2º, transcrito, el RMH parece diferenciar entre público especializado o no, en la práctica podría resultar problemático distinguir cuál sea uno y otro público. Se debe, pues, hacer una interpretación restrictiva de la amplia formulación de este precepto. Parece que se ha de atender no tanto a la calificación —difícil— del público como especializado o no, sino más bien al hecho de la existencia o no de oferta pública. De esta forma los titulares de participaciones hipotecarias objeto de oferta pública —y «bonos de participación» en un Fondo de Titulización Hipotecaria— contarán tanto con la protección registral, en general, como con el derecho de separación *ex iure dominii* en las situaciones concursales. La protección del interés público y la seguridad de los mercados financieros abiertos al público así lo demandan.

La participación se estructura en torno a un determinado crédito hipotecario, del que se hace partícipe a un tercero con un porcentaje, tiempo y tipo de interés que se expresa en el título o escritura de emisión. El emisor continúa con la titularidad del crédito hipotecario. Cuando el deudor hipotecario realiza los pagos al acreedor-emisor de la participación, éste transfiere («traspasa») al partícipe la parte correspondiente de amortización, según el porcentaje de la participación, así como la parte correspondiente de los intereses al tipo pactado en el título o escritura de emisión, que nunca puede ser superior al del crédito hipotecario participado. Normalmente, será un tipo inferior, constituyendo la diferencia la retribución de la mediación y gestión del emisor. Si el emisor no cumple con su obligación de pagar al partícipe las cantidades correspondientes a amortización e intereses ya abonados por el deudor hipotecario, el partícipe dispone de acción ejecutiva para dirigirse contra el emisor, deudor de aquellas cantidades.

El partícipe cuenta con la garantía hipotecaria que recae sobre el inmueble relativo al crédito hipotecario participado. Ello es consecuencia de la conexión directa que en las participaciones hipotecarias se da con un determinado crédito hipotecario, cosa que no ocurre en el caso de las cédulas o los bonos hipotecarios. Si el deudor hipotecario no paga, y el emisor no adelanta las correspondientes cantidades al partícipe, éste puede compeler al emisor para que ejercite la acción hipotecaria contra el deudor, concurriendo con aquél o subrogándose en su lugar si no acciona (art. 66 RMH). Además, el partícipe tiene acción ejecutiva contra la entidad emisora para hacer efectivo el pago de los vencimientos de la participación hipotecaria por principal e intereses, «siempre que el incumplimiento de tal obligación no sea consecuencia de la falta de pago del deudor del préstamo hipotecario participado» (art. 65.2 RMH). Si el incumplimiento se debe al impago del deudor hipotecario, el partícipe cuenta con la acción hipotecaria en los términos establecidos en el artículo 15 de la LMH y artículo 66 del RMH (18).

Desde una perspectiva jurídico-financiera la participación es un trasunto del *trust* anglosajón (base de la participación hipotecaria en Estados Unidos). Se traduce en una especie de «fideicomiso bancario», que es la institución utilizada en los países americanos de inspiración jurídica romanista para recibir el esquema del *trust* anglosajón. La base de la institución está en un «desdoblamiento de la propiedad». El emisor, «propietario legal», actúa en beneficio del partícipe, «propietario en equidad» (a quien en realidad corresponde la parte participada del crédito). Según el primer párrafo del artículo 15 de la LMH, las entidades que pueden participar en el mercado hipotecario «podrán hacer participar a terceros en todo o en parte de uno o varios créditos hipotecarios de su cartera, mediante la emisión de títulos valores denominados participaciones hipotecarias». El último párrafo del mismo precepto legal dispone: «La parte de créditos *cedida* en participaciones hipotecarias no se computará dentro de la cifra de capitales en riesgo» (énfasis añadido).

La LMH, pues, configura la participación hipotecaria, de forma amplia y flexible, como un instrumento de cesión de crédito. Permite la participación en todo o parte de uno o varios créditos. El propio término participación está haciendo referencia al hecho de adquirir parte de un crédito hipotecario, que vendrá expresada precisamente en términos de porcentaje. Parece, pues, en cierta medida contradictorio, o al menos paradójico, que se permita

la participación en *todo* un crédito. Una participación del 100 por 100 de un crédito no es en sentido estricto una tal participación sino una cesión de la totalidad del crédito. En la configuración legal originaria, que hunde sus raíces en la participación hipotecaria del sistema anglosajón de Estados Unidos, el cedente conserva algún «interés» (titularidad propia), siquiera sea en términos de un porcentaje mínimo en el crédito que es objeto de participación (una o varias participaciones).

Por otra parte, la LMH permite que la participación venga referida a uno o varios créditos. La Ley, pues, contempla la posibilidad de cesión de un determinado porcentaje de varios créditos mediante la emisión de una participación. Esta posibilidad legal permitiría incluso la emisión masiva de participaciones en un grupo de créditos hipotecarios que alcanzase un volumen por importe suficiente para efectuar una emisión (19).

Aunque la naturaleza jurídica de la participación hipotecaria ex artículo 15 de la LMH sea la de una cesión de crédito, evidentemente alguna diferencia ha de existir con la cesión ordinaria de créditos que se contempla en los artículos 1526 y siguientes del C.ci. y en los artículos 347 y 348 del C. de c. Asimismo, ha de ser una cesión distinta de la que específicamente para los créditos hipotecarios contemplan el artículo 1878 del C.ci. y el párrafo primero del artículo 149 de la LH. Estos últimos preceptos permiten tanto la cesión total como parcial de los créditos hipotecarios. Según ya se ha apuntado, en la cesión ordinaria de créditos —y por tanto, también en la de créditos hipotecarios— la persona del acreedor cedente está llamada a desaparecer de la relación obligacional, dando paso a su sustitución por el nuevo acreedor-cesionario. Por otra parte, el citado precepto de la Ley Hipotecaria exige, como requisitos formales para la cesión, que se instrumente en escritura pública, de la que se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro de la propiedad.

La regulación de la cesión ordinaria de créditos hipotecarios no resulta operativa para las exigencias de sencillez y flexibilidad que requieren los mercados que se insertan en el contexto del sistema financiero. Tal es el caso del mercado hipotecario. La LMH concibe la participación hipotecaria como una alternativa más ágil en relación con la cesión ordinaria. Se simplifica su formalización y, por lo que al deudor hipotecario se refiere, el cedente sigue apareciendo como acreedor. Para facilitar la emisión y circulación de las participacio-

nes hipotecarias, éstas son calificadas por la LMH como «títulos valores». Tras la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se ha de entender la referencia hecha a «valores» en sentido genérico, esto es, con la posibilidad de representación tanto mediante títulos como por medio de anotaciones en cuenta. Así ha venido posteriormente a ser recogido de forma expresa por el artículo 64 del RMH, según redacción dada por el R. D. 1289/1991. Esa es precisamente la gran ventaja de las participaciones hipotecarias: su calificación como valores, además de permitir refinanciación sin que ello afecte al deudor hipotecario (20).

El régimen de transmisión de las participaciones hipotecarias representadas mediante títulos es el propio de los títulos nominativos, conforme a los artículos 347 y 348 del C. de c.—cuyo contenido recogen los artículos 67 y 53 del RMH—, pero «modalizado» en el sentido que determina el artículo 22 de la LMH, que permite la transmisión de los títulos hipotecarios nominativos con sólo hacer constar la misma en el propio título, a modo de endoso, si bien no se produce el efecto de garantía, a no ser que expresamente se pacte. El mismo precepto excluye la necesidad de notificar al deudor la transmisión. Tampoco es necesaria, aunque sí posible, la intervención de fedatario público para la transmisión de participaciones hipotecarias. El referido artículo 22 de la LMH excluía ya la necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de los títulos hipotecarios. La no necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de participaciones hipotecarias se ha de referir tanto al supuesto de representación mediante títulos (necesariamente nominativos) como por medio de anotaciones en cuenta. Así resulta corroborado a tenor de lo dispuesto en la disposición adicional tercera de la LMV: «A partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley referentes a las Bolsas de Valores, la suscripción o transmisión de valores sólo requerirá, para su validez, la intervención de fedatario público cuando éstos estén representados mediante títulos al portador y dicha suscripción o transmisión no se efectúe con la participación o mediación de una Sociedad o Agencia de Valores.» Si las participaciones están representadas mediante anotaciones en cuenta, tendrá que intervenir una Agencia o Sociedad de Valores (al menos la que lleve el registro contable) en la transmisión de las participaciones, aplicándose el régimen jurídico previsto en la LMV y en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (21). Si

las participaciones están representadas mediante títulos, éstos serán nominativos. Por tanto, en ningún caso resultará obligatoria la intervención de fedatario público.

Para completar las posibilidades de movilización del crédito hipotecario a través de participaciones hipotecarias, se puede acudir a la «titulización» de éstas y comercialización en los mercados financieros mediante la constitución de Fondos de Titulización Hipotecaria y la emisión de valores que instrumentan la participación en dichos fondos. Esta última posibilidad sólo existe en España a partir de la Ley 19/1992 y sobre la base de la modificación del RMH llevada a cabo por el R. D. 1289/1991. El RMH, con la redacción dada por el R. D. 685/1982, llevó a cabo una interpretación restrictiva de la LMH, de forma que hizo un diseño reglamentario de las participaciones hipotecarias donde desapareció su consideración como instrumento de cesión de créditos (22).

El R. D. 1289/1991 modificó el RMH en el sentido de eliminar la restricción señalada en cuanto a la concepción jurídica de las participaciones hipotecarias. De ahí que expresamente derogase el mencionado número 4 del artículo 63 del RMH, que permitía al emisor de participaciones ceder el crédito hipotecario participado. Evidentemente, la entidad emisora de la participación que cedió parte de un crédito hipotecario no puede volver a ceder lo que ya cedió, y que había salido de su patrimonio, aunque continuase con su gestión. La permanencia de tal precepto hubiera hecho prácticamente inviable el funcionamiento de los Fondos de Titulización Hipotecaria, ya que éstos hubieran estado sometidos a la incertidumbre de la posible amortización de las participaciones hipotecarias, no ya en razón de la amortización de los créditos hipotecarios, sino de la voluntad de la entidad emisora que pretendiera una nueva transmisión del crédito (23).

En consonancia con la anterior concepción reglamentaria de las participaciones hipotecarias, el Banco de España siguió el mismo criterio restrictivo, esto es, negativo a la hora de considerar la posibilidad de extraer del balance de la entidad los saldos de las participaciones hipotecarias emitidas⁴ (24). Sin embargo, el Banco de España dictó la Circular 4/1991, de 14 de junio, a entidades de crédito sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros (25), teniendo ya presente y anticipándose al contenido del R. D. 1289/1991, de 2 de agosto.

A partir de 1991, pues, se potencia la figura de la participación hipotecaria como verdadero instru-

mento de cesión del crédito hipotecario, según preconizaba ya la LMH en 1982. Se permite —y parece que se incentiva— la modalidad de participación hipotecaria sin garantía del emisor, que es la configurada como tal instrumento de cesión de crédito, si bien el RMH continúa permitiendo la otra modalidad de participación, que fue la primera configuración reglamentaria, como instrumento *sui generis* de cesión de crédito, aunque no de riesgo (a pesar de la dicción literal de la redacción de 1982 del artículo 62.3 del RMH) (26).

Sin embargo, la limitación que respecto de la LMH establece el artículo 61.2 del RMH, en cuanto que sólo permite la participación en un crédito hipotecario, excluyendo la posibilidad de hacerlo en varios, como permite el artículo 15 de la LMH, cercena en la práctica la posibilidad de emisión masiva de participaciones hipotecarias homogéneas y «estandarizadas» en un grupo de créditos hipotecarios. No obstante, como se ha indicado, el legislador ha venido a dar una respuesta y a hacer posible la «conversión» de créditos hipotecarios en valores mobiliarios a través de los llamados «Fondos de Titulización Hipotecaria» que regula la Ley 19/1992.

VI. TITULIZACION

Tras dictarse la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y el R. D. 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrolla dicha Ley, se inició en España la andadura de un mercado hipotecario en el que los títulos específicos del mismo gozaban de una consideración fiscal especialmente favorable, así como de un fácil acceso a la cotización oficial en Bolsa. Dichas ventajas propiciaron la emisión de títulos hipotecarios, especialmente cédulas hipotecarias, que fueron el «título estrella» del mercado hipotecario. Desaparecidas las ventajas fiscales, los valores hipotecarios han tenido que competir en el mercado en condiciones de igualdad. Además, las entidades emisoras se encuentran con la dificultad que supone el desajuste existente entre la concesión de préstamos a largo plazo y la financiación a corto.

La emisión de cédulas y bonos hipotecarios no permite la transmisión de riesgo alguno relacionado con los créditos hipotecarios a los titulares de estos valores. Los adquirentes de cédulas y bonos sólo asumen el riesgo —mínimo— de impago por parte del emisor, sabiendo que se cuenta con la cobertura de una cartera de créditos hipotecarios

en el caso de las cédulas y de unos determinados créditos hipotecarios afectados, con constancia registral, en el caso de los bonos. Incluso el riesgo de depreciación de esos valores en el mercado, como consecuencia de la subida de los tipos de interés, puede estar aminorado si la emisión se hubiese hecho estableciendo un tipo de interés variable o ajustable precisamente en función de tales oscilaciones.

En cualquier caso, la naturaleza «obligacional» de cédulas y bonos hipotecarios impide la transmisión del riesgo de los propios créditos hipotecarios. La entidad emisora tiene en su activo los créditos hipotecarios y en su pasivo las cédulas y/o bonos emitidos. Por mucho que se quiera prolongar en el tiempo el plazo de amortización de las cédulas y bonos, difícilmente alcanzará el de los préstamos hipotecarios. De ahí que siempre se dé un desajuste entre ambos elementos del patrimonio de la entidad.

Por otra parte, al recoger el balance, que refleja la situación patrimonial de la entidad, la existencia de esos elementos en su activo y pasivo, la consecuencia inmediata es que se han de destinar mayores recursos a la dotación de los coeficientes legalmente establecidos. Esto a su vez se traduce en una menor rentabilidad.

De ahí que se plantease la necesidad de reformar las normas reguladoras del mercado hipotecario, de forma que se facilitase la transmisión o cesión de los propios créditos hipotecarios. La LMH, en su artículo 15, configuraba ya las participaciones hipotecarias como un instrumento que permitiese la cesión de los créditos hipotecarios. El RMH de 1982, sin embargo, cercenó tal posibilidad al no configurar la participación hipotecaria como un instrumento de cesión de activo y consiguiente transmisión de riesgo.

En cuanto surge un plan de actuación en materia de vivienda se pone en seguida de manifiesto la necesidad de flexibilizar y facilitar instrumentos que proporcionen financiación. En la línea imperante de desintermediación en el sistema financiero se demanda la posibilidad de movilización masiva de los créditos hipotecarios, esto es, la «securitización» o «titulización» de los mismos. Para conseguir tal objetivo era evidente la necesidad de modificar el RMH, especialmente en lo referente a la regulación de las participaciones hipotecarias.

Una primera fase de la reforma del mercado hipotecario se acometió con la publicación del

Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, por el que se modifican determinados artículos del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de Regulación del mercado hipotecario, con el que se pretendió dar una mayor flexibilidad a dicho instrumento financiero, es decir, las participaciones hipotecarias, de forma que se propicie su utilización.

Una segunda fase o hito significativo en la reforma del mercado hipotecario es el que representa la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, que también se inserta, a su vez, en el conjunto de medidas adoptadas en el contexto del plan de actuación en materia de vivienda. Como se puede deducir de la propia denominación de la Ley 19/1992, ésta se ocupa de regular dos grupos de materias: por una parte, las instituciones de inversión colectiva de índole inmobiliaria y, por otra parte, las instituciones relacionadas con la «inversión colectiva» en créditos hipotecarios.

Las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario estaban ya contempladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre. Lo que hace la Ley 19/1992 es modificar la Ley 46/1984 en el sentido de dotar de cobertura legal al régimen fiscal y financiero de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria (27). Se pretende incentivar la inversión en viviendas u otros bienes inmuebles para su arrendamiento posterior a través de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria mediante el establecimiento de tipos reducidos en el Impuesto sobre Sociedades.

Por lo que se refiere al segundo grupo de materias que regula la Ley 19/1992, esto es, las instituciones relacionadas con la inversión colectiva en créditos hipotecarios, la propia Ley 19/1992 pone de manifiesto en su Exposición de motivos que es la primera vez que en España se regulan los llamados «Fondos de Titulización Hipotecaria». Se podría pensar que con anterioridad existía la posibilidad de realizar inversión colectiva en créditos hipotecarios, a través de una sociedad o un fondo de inversión mobiliaria cuyo patrimonio estuviera constituido por créditos hipotecarios o por valores hipotecarios (cédulas, bonos o participaciones) (28). Pero en todo caso sería una inversión colectiva muy limitada. En relación con los propios créditos hipotecarios y participaciones hipotecarias, adolecería de falta de homogeneidad. En el supuesto de estar relacionada la inversión con cédulas o bonos hipotecarios, sólo en sentido figurado (nunca en términos jurídicos) se podría decir que el objeto de la inversión fuesen créditos hipotecarios.

La Ley 19/1992 viene a proporcionar los instrumentos jurídicos necesarios para permitir la emisión masiva de valores homogéneos y estandarizados que representen la participación en créditos hipotecarios, de forma que los titulares de los valores asumen los riesgos relativos a los créditos hipotecarios (con independencia de que el riesgo de impago pueda ser objeto de seguro o fianza, o que los riesgos de tipos de interés puedan ser objeto de otras clases de cobertura).

Tanto la regulación del régimen fiscal de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria como la de los fondos de titulización hipotecaria y sociedades gestoras de estos fondos, que lleva a cabo la Ley 19/1992, se insertan en el contexto de un Plan de actuación del Gobierno en materia de vivienda, que, entre otras previsiones, implica la reforma del mercado hipotecario. Se adoptan medidas políticas y legislativas dirigidas a facilitar cauces que incentiven la inversión con destino a la construcción, en general, y a la vivienda, en particular. Son, pues, disposiciones y actuaciones dirigidas al sector inmobiliario. Aquí, sin embargo, se examinará sólo la segunda parte de la Ley 19/1992, que regula, por primera vez en España, la llamada «titulización hipotecaria». De los seis artículos de que consta la Ley, los tres primeros están destinados a la regulación del régimen fiscal de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria; los tres últimos se ocupan de las participaciones hipotecarias, los fondos de titulización hipotecaria y las sociedades gestoras de estos fondos, respectivamente. Estos tres últimos artículos serán aquí objeto de examen por cuanto constituyen el marco legal básico de la titulización en España.

La Ley 19/1992 sólo preveía la titulización de créditos hipotecarios. Sin embargo, posteriormente se produjo un fenómeno de deslegalización por medio del cual se permite al Gobierno que pueda extender la posibilidad de titulización a otro tipo de créditos. Así se ha hecho mediante el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo (29), cuyo artículo 16 dispone:

«1. El Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, podrá extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias en los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Hipotecaria, con las adaptaciones que resulten precisas, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados en

general con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

»2. El párrafo h) del artículo 8.1 de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen fiscal de determinados activos financieros quedará redactado en los siguientes términos:

»h) Los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de Fondos de Titulización» (30).

La modificación, pues, de la Ley 19/1992 se da en el contexto de la adopción de disposiciones especiales que, ante la situación de crisis económica, se insertan en el conjunto de actuaciones de los Estados miembros de la Comunidad Europea denominadas Iniciativa Europea de Crecimiento, y que tienen como objetivo estimular la inversión pública y privada. El tenor literal del precepto legal transcrito es amplio en cuanto a la habilitación conferida al Gobierno para que pueda extender el régimen de titulización hipotecaria a otro tipo de créditos. Sin embargo, de la Exposición de motivos del Real Decreto-Ley 3/1993 parece deducirse que la adopción de tal medida habilitante está motivada por la pretensión fundamental de facilitar cauces que propicien la financiación de la pequeña y mediana empresa: constatado que uno «de los problemas más importantes que sufren las pequeñas y medianas empresas (PYMES) es la dificultad para acceder a una financiación adecuada a sus necesidades», se adopta, entre otras medidas, la de facultar «al Gobierno para extender el régimen de titulización previsto en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Hipotecaria (*sic*), a los préstamos y derechos de crédito derivados de operaciones realizadas por las PYMES».

Sea cual fuere el uso que de dicha habilitación haga el Gobierno, lo cierto es que el régimen jurídico básico de la titulización será el contenido en la Ley 19/1992 relativo a la titulización hipotecaria, sin perjuicio de las necesarias adaptaciones que pueden resultar imprescindibles como consecuencia de la específica naturaleza de los créditos que vayan a ser objeto de titulización. Por ello, a continuación se pasa a exponer el régimen contenido de dicha Ley que, como se ha dicho, constituye el marco legal de la titulización en España.

VII. FONDOS DE TITULIZACION

1. Denominación

El artículo 5º de la Ley 19/1992 regula por primera vez en España este tipo de fondos. Si bien

por su naturaleza y estructura pueden ser calificados como instituciones de inversión colectiva, sus peculiaridades han hecho aconsejable que sean objeto de una regulación específica, fuera del ámbito de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. De hecho, el legislador no califica ni incluye estos fondos dentro de la categoría genérica de fondos de inversión colectiva, ya sean mobiliarios o inmobiliarios.

Al fijar una denominación para esta clase de fondos se ha seguido el mismo criterio de la terminología anglosajona. Se ha «inventado» un término equivalente al anglosajón *securitization*, esto es, el vocablo «titulización». Cuando en la literatura jurídico-financiera se habla de «securitización» (31), se está haciendo referencia al procedimiento mediante el cual se lleva a cabo la movilización de determinados activos a través de su conversión en valores. El término es un anglicismo que se ha acuñado en Estados Unidos (32). «Securitización» en la literatura jurídico-financiera anglosajona significa conversión en *securities* (valores), que es a su vez un concepto amplio y descriptivo, según se recoge en la Sección 2(1) de la *Securities Act* de 1933 y en la Sección 3(a)(10) de la *Securities Exchange Act* de 1934 (33). El término anglosajón hace referencia a todo tipo de *securities* (valores), tanto los representados mediante títulos como mediante anotaciones en cuenta. Tan *security* es el valor que se representa mediante un título como el que se emite mediante anotación en un registro contable (*book-entry system*). En cualquier caso, en el lenguaje anglosajón se puede hablar de *securitization* («securitización»). Sin embargo, el vocablo «titulización», en el contexto del Mercado de Valores, hace más referencia a la representación de derechos mediante títulos que mediante anotaciones en cuenta.

Precisamente la propia Ley 19/1992 impide que los valores que se emitan con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria se representen mediante títulos. Al contrario, el artículo 5.9 dispone: «Los valores emitidos con cargo a los Fondos se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta...» Por tanto, se ha de entender el término «titulización» en un sentido amplio y genérico, en cuanto apunta a la creación de un «título» que confiere determinados derechos sobre parte de un Fondo de Titulización, si bien su representación no se lleva a cabo mediante un título o documento de papel, sino por medio de una anotación en cuenta.

Como suele ser frecuente, la realidad va por delante del Derecho y también de la Lengua. Tanto el uno como la otra han de dar su respues-

ta, aunque a veces el legislador se ve obligado a forzar el lenguaje para intentar expresar una determinada realidad para la que el idioma no tiene un término previsto. En nuestra Lengua no contamos con un término equivalente al inglés *securitization*. En el ordenamiento jurídico español no existe un término genérico que englobe tanto a los títulos valores (incluidos los efectos de comercio) como a los valores anotados en cuenta. La expresión títulos valores no incluye los valores representados mediante anotaciones en cuenta. Mientras que el término valores, conforme a la Ley del Mercado de Valores, no incluye los efectos de comercio, salvo en los supuestos en que puedan ser emitidos en masa y negociados en mercados (en cuyo caso ya no serían efectos de comercio en sentido estricto. Cfr. art. 2º, R. D. 291/1992). En cualquier caso, el vocablo que aquí utiliza la Ley 19/1992 resulta bastante forzado y, quizá, algo complicado (34). De hecho, la propia denominación sumarial de la Ley tuvo que ser objeto de corrección de erratas al haberse deslizado la denominación Fondos de «Titulación» en vez de la correcta expresión Fondos de «Titulización».

Con independencia de las cuestiones terminológicas, el fenómeno que se trata de designar con el término «titulización» puede ser delimitado en sentido más o menos amplio. Se puede considerar:

A) En sentido amplio: Como mecanismo de emisión de valores, que permite captar recursos ajenos en los mercados de capitales.

B) En su estricto sentido legal: Como procedimiento de conversión de elementos del activo en instrumentos financieros aptos para permitir su ágil negociación en los mercados de capitales, sin abarcar los efectos de comercio. Consiste en el mecanismo por el cual los créditos se «convierten» en instrumentos financieros negociables (valores), que permiten su fácil transmisión y la captación de recursos con un destino específico (el que tuvieron los recursos que originaron los créditos objeto de titulización). La emisión de esos valores implica la transmisión de la titularidad de los créditos, con lo que se produce una baja en el activo de la entidad emisora.

La titulización o «securitización» implica la transferencia de activos de una entidad financiera a los inversores, quienes adquieren instrumentos financieros negociables —valores— que les otorgan la condición de acreedores de los deudores originarios, no del emisor que mediante los valores transmite créditos de su activo (y, por tanto, riesgo).

No parece que el legislador se haya ocupado mucho en cuestión de denominaciones. Con

mejor o peor fortuna la Ley 19/1992 ha dado un nombre a los Fondos que crea, así como determina que la «constitución de Fondos de Titulización Hipotecaria se llevará a cabo por sociedades gestoras especializadas, denominadas precisamente “Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria”, que tendrán en ésta su objeto exclusivo». Sin embargo, no ha llegado a dar nombre a los nuevos valores que también crea, esto es, los que representan la participación de sus titulares en los Fondos de Titulización. Sería confuso llamarlos «participaciones», como sucede en el caso de los fondos de inversión, ya que se podría prestar a confusión con las participaciones hipotecarias que constituyen el fondo, del cual a su vez se emiten «segundas participaciones». De ahí que el legislador haya optado por dejar al Gobierno la decisión relativa al nombre de tales nuevos valores, pero no imponiendo, sino tan sólo facultando la determinación de un nombre, de forma que cabe la posibilidad de que tales valores quedasen innominados. En el párrafo segundo de la disposición adicional de la Ley 19/1992 se dice: «En particular, podrá el Gobierno establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a Fondos de Titulización Hipotecaria, y reservarlo en exclusiva para tales valores».

2. Configuración jurídico-económica

El punto de partida para la existencia de un Fondo de Titulización Hipotecaria es la agrupación de participaciones hipotecarias. La Ley 19/1992 (art. 5.1) configura estos fondos en los siguientes términos: «Los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que, sin perjuicio de lo dispuesto en el número 7, estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo».

La función económica que cumple el Fondo de Titulización Hipotecaria es la de permitir la homogeneización de créditos hipotecarios para hacer posible su «conversión» en valores «estandarizados», facilitando su fungibilidad y, por tanto, también, sus posibilidades de circulación. Para ello el legislador utiliza una doble mediación: en primer lugar la de las participaciones hipotecarias y en segundo lugar la del propio fondo.

La Ley no contempla la constitución del fondo con los propios créditos hipotecarios, sino con par-

ticipaciones hipotecarias. Sin embargo, se quiere que el fondo sea un instrumento que permita la cesión de activo (en este caso créditos hipotecarios). La solución viene ya permitida por la modificación del RMH de 1991, que vuelve al criterio de la LMH, y configura las participaciones hipotecarias como instrumento de cesión de créditos hipotecarios. Mas con todo, ¿por qué no se permite que los propios créditos hipotecarios formen parte del Fondo de Titulización Hipotecaria? La respuesta se puede encontrar en la propia función económica asignada al fondo: la necesidad de simplificar y estandarizar, para colocar en el mercado valores homogéneos.

Los créditos hipotecarios se caracterizan precisamente por lo contrario. Están diseñados y «cortados a medida» —en cuanto es posible— del deudor hipotecario. De ahí que en los créditos hipotecarios existan diferencias por lo que se refiere a la cuantía, el plazo de amortización, el tipo de interés, los pagos correspondientes a amortización e intereses, etc. Son tan acusadas las diferencias que no basta una mediación. No es suficiente la movilización del crédito mediante la emisión de participaciones hipotecarias, ya que no se alcanza la necesaria homogeneidad para la comercialización masiva de las mismas.

Con la emisión de participaciones se consigue dar un primer paso en orden a la consecución de características similares. La más importante aproximación que se puede conseguir es la relativa al tipo de interés. Dicha aproximación puede venir propiciada por el juego que permite el margen de «maniobra» que deja el diferencial retributivo del cedente «gestor». La entidad que generó el crédito hipotecario emite la participación, pero continúa la gestión del crédito frente al deudor hipotecario. La comisión o retribución que por tal comisión recibe es la diferencia entre el tipo de interés del crédito y el más bajo asignado a la participación hipotecaria.

Cuando los créditos hipotecarios se originan mediante la concesión de préstamos hipotecarios dentro de un plan en el que se prevé su titulización, puede ser suficiente la aplicación de un diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y el de las participaciones para que coincida el de todas las que constituyan un Fondo de Titulización Hipotecaria. Sin embargo, en un comienzo de la actividad «titulizadora», probablemente interese movilizar créditos hipotecarios con significativas diferencias en sus tipos de interés. Entonces la solución será la de pactar el precio de las partici-

paciones al descuento o con prima, según que los tipos de interés en el mercado sean superiores o inferiores que los de los créditos hipotecarios. Ello supondrá la realización de pérdidas o ganancias por parte de la entidad cedente.

Si los tipos de interés del mercado son significativamente más elevados que los de los créditos hipotecarios, no cabe la posibilidad de elevar el tipo asignado a las participaciones ni aun incrementando el descuento en el precio que se pague por las mismas en la medida necesaria. El párrafo tercero del artículo 15 de la LMH, cuyo contenido recoge el artículo 63.2 del RMH (aunque con menos precisión técnico-jurídica, al referirse a los «préstamos» hipotecarios, y no a los «créditos» hipotecarios), es tajante cuando dispone que «el plazo de la participación no podrá ser superior al que reste por transcurrir para el vencimiento del crédito hipotecario ni el interés superior al establecido para éste». Aquí entra en juego el segundo estadio o nivel de homogeneización, que es el que permiten los Fondos de Titulización Hipotecaria. Se pueden emitir al descuento los valores que representen la participación en dichos fondos; pero no es necesario hacerlo así, ya que la Ley 19/1992 permite una amplia gama de combinaciones. Lo único que exige la Ley es que coincidan los «flujos» de «entrada» y «salida» en concepto de principal e intereses, pero sin imponer coincidencia o limitaciones a los valores nominales o a los tipos de interés. El artículo 5º.6 de la Ley 19/1992 dispone:

«Los valores emitidos con cargo a Fondos podrán diferir en cuanto a tipo de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización, régimen de amortización anticipada en caso que se produzca la de las participaciones hipotecarias, derecho de prelación en el cobro u otras ventajas especiales en caso de impago de las participaciones hipotecarias, o cualesquiera otras características».

»Sin perjuicio de las diferencias que puedan establecerse entre sus distintas series, los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al Fondo deberán coincidir con los del conjunto de las participaciones hipotecarias agrupadas en él, sin más diferencias o desfases temporales que los derivados de las comisiones y gastos de administración y gestión, primas de aseguramiento u otros conceptos aplicables. Reglamentariamente podrán limitarse tales conceptos y desfases temporales.»

3. Constitución

Los Fondos de Titulización Hipotecaria sólo pueden ser constituidos por entidades especializadas dedicadas en exclusiva a esta actividad, que se regulan en el artículo 6º de la Ley 19/1992, donde se les da la denominación de «Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria».

Cada sociedad gestora puede constituir cuantos fondos tenga por conveniente. La constitución de cada fondo se formalizará en escritura pública (art. 5º.2 Ley 19/1992), en la que:

1) Se identificarán las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y, en su caso, las reglas de sustitución en supuesto de amortización anticipada de aquéllas.

2) Se definirá con precisión el contenido de los valores que se vayan a emitir, o el de cada una de las series, si fueran varias.

3) Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose, en particular, las operaciones que vayan a concertarse por su cuenta, tales como permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras operaciones financieras cuya finalidad sea «aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo y los valores emitidos con cargo a él o, en general, transformar las características financieras de todos o algunos de dichos valores» (art. 5º.7 Ley 19/1992).

Esta escritura única cumple una doble función:

a) Por una parte, es el instrumento de creación del fondo, por lo que se refiere a su activo, es decir, la agrupación de participaciones hipotecarias.

b) Por otro lado, cumple la función de escritura de emisión de los valores que representan la titularidad del patrimonio del fondo, es decir, el pasivo de éste utilizando el término económico-contable que la propia Ley 19/1992 trae a colación en su artículo 5º.1. Sólo se pueden emitir dichos valores mediante anotaciones en cuenta. Por tanto, la escritura de constitución del fondo equivale y cumple la función asignada a la escritura que exige el artículo 6º de la Ley del Mercado de Valores para la emisión de valores representados mediante anotaciones en cuenta. Así se recoge expresamente en el párrafo primero del artículo 5º.9 de la Ley 19/1992.

La escritura de constitución del fondo se entiende en la Ley como un medio de certeza y seguridad jurídica. Constituye una especie de «foto fija», tanto del lado activo como del pasivo del fondo. La seguridad para los partícipes del fondo proviene de la «calidad» de los créditos hipotecarios, cuyas participaciones hipotecarias integran el activo del fondo. Ese será un elemento esencial a tener en cuenta por la entidad de *rating* que necesariamente deberá calificar los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización, según dispone el párrafo primero del artículo 5º.8 de la Ley 19/1992. Por tanto, los créditos hipotecarios objeto de cesión mediante participaciones, que integran el fondo, no pueden ser indiscriminadamente sustituidos. Es decir, el fondo debe permanecer integrado por las mismas participaciones hipotecarias con las que se constituyó, y que aparecen identificadas en la escritura de constitución. Dicha identificación, evidentemente, hará referencia al crédito hipotecario participado, las características de éste y las propias de la participación misma.

Hay, no obstante, una nota específica de las participaciones hipotecarias, inherente a su propia naturaleza, que es la posibilidad de amortización anticipada. Esta puede deberse a variadas razones, entre las que se encuentran:

- a) La amortización anticipada del crédito hipotecario participado por decisión voluntaria, en su caso, del deudor hipotecario.
- b) La amortización anticipada del crédito hipotecario participado por impago del deudor hipotecario en los términos pactados.
- c) La amortización anticipada del crédito hipotecario participado por ejecución del mismo, cualquiera que sea la causa que la motive.

Hasta 1991 el artículo 63.4 del RMH contemplaba la posibilidad de amortización anticipada de la participación hipotecaria al permitir en su último inciso «reembolsar anticipadamente las participaciones, o consignar su importe a favor de los que puedan ser titulares de las mismas». Congruentemente con la nueva concepción reglamentaria de la participación hipotecaria como instrumento de cesión de créditos, según ya la concebía la LMH, el R. D. 1289/1991 derogó este precepto. La entidad emisora de la participación no cuenta ya con la posibilidad de ceder el crédito hipotecario participado o amortizar anticipadamente la participación.

Sin embargo, es inevitable la posibilidad de amortización anticipada de los créditos hipoteca-

rios. Si se reembolsa anticipadamente el crédito participado, este hecho acarrea necesariamente el reembolso anticipado de la participación hipotecaria, según determina el artículo 63.3 del RMH. Con este dato se ha de contar tanto a la hora de constitución del Fondo de Titulización Hipotecaria como al calificar los valores emitidos con cargo al mismo. A efectos de calificación es evidente la influencia a la baja que produce la incertidumbre para el inversor derivada de su condición de partícipe en un fondo donde pueden tener lugar desinversiones no previstas por amortización anticipada de los créditos hipotecarios. Se podría combatir esta incertidumbre exigiendo las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria que los contratos de préstamo hipotecario que generen créditos destinados para su futura titulización no contemplen, o incluso que excluyan, la posibilidad de amortización anticipada total o parcial. Esta solución, sin embargo, adolecería de los siguientes inconvenientes:

a) En el mercado primario, en el que se generan los créditos hipotecarios, los prestatarios prefieren contar con la cláusula que les permita la amortización anticipada, total o parcial. Será cuestión de ajuste de la oferta y la demanda el punto concreto en que se crucen en relación con el coste de la existencia de dicha cláusula para prestamista y prestatario. Su existencia puede estar sometida a determinadas penalizaciones para el deudor, o bien puede implicar el pago de un tipo de interés algo más elevado.

b) En cualquier caso, la inexistencia de cláusula de amortización anticipada no elimina la posibilidad de que ésta tenga lugar. Evitaría la vía de la amortización por pago voluntario anticipado; pero no obviaría la amortización anticipada debida a otras causas, como puede ser el impago, voluntario o no, que precipitaría el vencimiento del crédito y, en su caso, la ejecución de la garantía hipotecaria.

Contando con el dato constatado e ínsito en la propia naturaleza de los créditos hipotecarios de su posible amortización anticipada, lo que importa a efectos del mercado hipotecario es amortiguar sus efectos respecto a los inversores que aporten capitales a través de los Fondos de Titulización Hipotecaria. A ello coadyuvan tres factores:

1) La titulización de los créditos hipotecarios a través de la constitución de fondos. La formación de un significativo grupo de créditos mediante la agrupación de participaciones hipotecarias cuyo volumen alcance cifras elevadas amortigua el

efecto de las amortizaciones anticipadas. No afecta directamente a un solo partícipe, sino a todos los cotitulares del fondo en un menor porcentaje.

2) El conocimiento estadístico de los porcentajes de amortización de créditos a lo largo de los distintos años de vida de los mismos y en relación con la cuantía de aquéllos y las distintas zonas geográficas. Tal conocimiento estadístico influye en la calidad del crédito y reduce el margen de incertidumbre para prestamistas, sociedades gestoras o inversores finales en los Fondos de Titulización Hipotecaria. De ahí que sea un dato fundamental a tener en cuenta por las entidades de calificación (*rating*).

3) La previsión de sustitución de participaciones hipotecarias en caso de amortización anticipada. En principio, han de ser similares las características de las nuevas participaciones, así como de los créditos hipotecarios participados.

La Ley 19/1992 quiere que la configuración del fondo quede plasmada en la escritura de constitución y que sufra las menos alteraciones posibles. De ahí que en el artículo 5º.3 disponga: «Otorgada la escritura de constitución del Fondo, no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan». Bajo igual idea de seguridad y fijeza, el mismo precepto exige que la constitución de Fondos de Titulización sea objeto de verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos previstos en la Ley 24/1988 para la emisión de valores, «con las adaptaciones que reglamentariamente puedan establecerse».

Por lo que al pasivo se refiere, el contenido de los valores a emitir con cargo al fondo ha de quedar definido con precisión en la escritura de constitución. Teniendo en cuenta su necesaria representación mediante anotaciones en cuenta, no habrá título alguno en el que se recojan los derechos representados. El único documento en que aparecen los recogidos es en la escritura de constitución. Esta ha de seguir las pautas marcadas por el artículo 6º de la Ley del Mercado de Valores y por los artículos 6º y siguientes del R. D. 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. En la escritura han de aparecer, además de la designación de la entidad encargada del registro contable, la denominación, número de unidades, valor nominal y demás características y condiciones de los valores integrados en la emi-

sión. La escritura debe recoger todas las peculiaridades derivadas de la especial naturaleza y estructura de los valores que se emiten con cargo al Fondo de Titulización.

Esta especial naturaleza y la pretensión de facilitar el proceso de titulización mediante su simplificación han llevado al legislador a excluir la emisión de estos valores de requisitos formales de publicidad que se exigen para la emisión de obligaciones o para la constitución de fondos de inversión mobiliaria. No se trata de la emisión de obligaciones; pero sí que se constituye un fondo. El artículo 8º.2 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, exige la inscripción de las escrituras de constitución de los fondos en el Registro Mercantil, como recogen los artículos 241 y siguientes del Reglamento del Registro Mercantil. Por su naturaleza, un Fondo de Titulización es subsumible en el concepto básico y genérico de fondo de inversión que se contiene en el artículo 2º.2 de la Ley 46/1984, según el cual los fondos de inversión son «patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación, administrados por una Sociedad Gestora a quien se atribuyen las facultades de dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario...».

Pues bien, a pesar de esa coincidencia básica, los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización y los propios fondos quedan excluidos de la publicidad del Registro Mercantil. Pero la Ley 19/1992 no hace la exclusión en contraste con la necesaria inscripción de los fondos de inversión en el Registro Mercantil, sino que el punto de contraste lo pone en relación con la posible naturaleza «obligacional» de los valores a emitir con cargo al fondo. A pesar de que resulta claro que estos valores no son obligaciones emitidas por la sociedad gestora y que el fondo no tiene personalidad jurídica, la Ley dice de forma tajante y sin dejar resquicio a la duda: «Ni los Fondos ni los valores que se emitan con cargo a ellos serán objeto de inscripción en el Registro Mercantil, ni quedarán sujetos a lo dispuesto en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas».

4. Peculiaridades de los fondos

Los fondos de inversión, a tenor del artículo 2º.2 de la Ley 46/1984, se diferencian unos de otros

(FIM o FIAMM) en razón del tipo de valores que pueden constituir el patrimonio del fondo. En el caso de los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) pueden ser valores mobiliarios y otros activos financieros, mientras que tratándose de Fondos de Inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) sólo los activos financieros a corto plazo de dicho mercado pueden integrar el patrimonio del fondo. A tenor de los apartados 6 y 7 del artículo 33 de la misma Ley, según la redacción dada por la Ley 19/1992, y del artículo 35 bis también añadido por esta última Ley citada, el patrimonio de los Fondos de Inversión Inmobiliaria estará constituido por inmuebles, siendo fiscalmente incentivada mediante bonificaciones la inversión en inmuebles urbanos, especialmente viviendas, con destino a su arrendamiento. En todos estos tipos de fondos lo normal —salvo circunstancias económicas especialmente adversas— es que, siendo rentables, el valor del patrimonio no disminuya; al contrario, crecerá, especialmente si no se articulan como fondos de reparto, sino que los rendimientos se acumulan al patrimonio de forma que el resultado es un incremento del valor de las participaciones.

Pues bien, en el caso de los Fondos de Titulización Hipotecaria no sucede así. El patrimonio del fondo está constituido por participaciones hipotecarias en créditos hipotecarios. El valor del activo del patrimonio del fondo va progresivamente decreciendo hasta su total amortización. Desde un punto de vista contable el valor patrimonial neto del fondo ha de ser nulo, pues a los derechos incorporados a las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo corresponden los derechos de los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo. Pero la peculiaridad no viene representada por ese nulo valor patrimonial neto, ya que esto mismo sucede también con carácter general en los fondos de inversión, aunque la Ley 46/1984 no lo diga expresamente en los mismos términos que lo hace la Ley 19/1992 en relación con los Fondos de Titulización Hipotecaria, pues al valor del activo del patrimonio de todo fondo corresponde siempre el conjunto de los derechos (titularidad de parte del fondo) de los partícipes representados mediante las correspondientes participaciones.

La peculiar característica de los Fondos de Titulización Hipotecaria reside en su progresiva amortización, hasta que ésta es total. El ritmo de amortización es paralelo al de los créditos hipotecarios participados mediante las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo. Si bien la inversión a largo plazo que permiten estos fondos

es un atractivo para invertir los recursos de los fondos de pensiones o de inversores tales como las compañías de seguros, el hecho de su constante amortización implica la necesidad de mantener una paralela estrategia de reinversión, sin perjuicio de que siempre resulten suficientemente atendidas las necesidades de liquidez de tales inversores.

A la hora de estructurar un concreto Fondo de Titulización Hipotecaria caben dos posibilidades:

a) Se puede seguir estrictamente el modelo de los valores tipo *pass-through*. Es el procedimiento típico tradicionalmente seguido en Estados Unidos. Se llama *pass-through* porque se «traspasa» al titular el importe mensual abonado por el deudor hipotecario correspondiente a devolución de principal y pago de intereses. Como es fácilmente comprensible, la cantidad pagada por el deudor y la percibida por el titular del *pass-through* no son exactamente por el mismo importe, aunque sí por los mismos conceptos. Hay una pequeña diferencia que corresponde a las comisiones que perciben por su gestión los intermediarios del proceso de titulización (*securitization*), que no es sino una transacción de tipo *swap* por la que los créditos hipotecarios se «transforman» en valores (*securities*). Intermediarios son el prestamista, que origina el crédito y, generalmente, conserva su gestión durante la vida del mismo; la entidad que agrupa los créditos y emite los valores *pass-through*; o la entidad que, en su caso, asegura los pagos a los titulares de los valores, con independencia de la garantía hipotecaria con la que éstos cuentan. A los deudores hipotecarios se suele cargar directamente una comisión por la concesión y posterior gestión del préstamo hipotecario. Sin embargo, por lo que a los titulares de *pass-through* se refiere, la comisión se articula en forma de diferencia en los tipos de interés; es decir, el tipo de interés que reciben es algo inferior al que pagan los deudores hipotecarios. Esa diferencia constituye la retribución de los intermediarios.

b) Se puede también acudir a modelos hechos más «a medida» de los posibles inversores, donde se produce una disociación entre la forma de entrada de los flujos de recursos en el fondo y la salida de los mismos. Aquí la gama de posibles combinaciones es amplia: tanto como el mercado pueda demandar. En Estados Unidos se ha ido desde las *Collateralized Mortgage Obligations* (CMOs) —obligaciones emitidas en serie—, que inició Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation: FHLMC), hasta el mercado REMIC (*Real Estate Mortgage Investment Conduit*) al amparo

de la *Tax Reform Act* de 1986, basado ya en toda la complejidad del *Stripping (Stripped Mortgage Backed Securities: «Interest-only» -IO- y «Principal-only» -PO-)*. Las posibles combinaciones pueden ir desde la emisión de varias series de valores con distintas fechas de amortización, no percibiendo intereses una serie hasta que la anterior se haya amortizado, hasta la completa separación de principal e intereses, «comercializándose» uno y otros de forma separada, es decir, representándose mediante distintas series de valores emitidos con cargo al mismo Fondo de Titulización.

El apartado 6 del artículo 5º de la Ley 19/1992 permite que los valores emitidos con cargo a los fondos difieran tanto por lo que se refiere al tipo de interés como a los períodos de amortización. Todo es cuestión de «ingeniería financiera» para cumplir con el requisito exigido por el mismo precepto de que coincidan los flujos de principal de intereses correspondientes a los ingresos y pagos del fondo. Sólo se permiten desfases temporales, si bien la Ley 19/1992 faculta al Gobierno para limitar los conceptos por los que se pueden dar desfases temporales y establecer la duración que éstos pueden tener.

Para amortiguar los efectos de las amortizaciones anticipadas de créditos hipotecarios, así como para permitir una gama más amplia de posibles combinaciones a la hora de estructurar el contenido de los derechos que otorgan las diferentes series de valores emitidas con cargo a un Fondo de Titulización Hipotecaria, es obvio que éste ha de agrupar participaciones hipotecarias que alcancen un volumen significativo. Sin embargo, la Ley 19/1992 no ha señalado un importe mínimo para los fondos. Con buen criterio, el artículo 5º.5 de la Ley dispone: «Reglamentariamente podrá fijarse el importe mínimo que deberán tener los Fondos en el momento de su constitución». La coyuntura y circunstancias generales de la economía pueden recomendar en un momento dado elevar o disminuir dicho importe mínimo. Si estuviera establecido por la Ley, ésta tendría que ser modificada. Es preferible, pues, que la regulación de esta cuestión se deje al Gobierno, con lo que se gana en flexibilidad y, sobre todo, en facilidad de reacción a propósito de la evolución de la economía.

La Ley no obliga, sino que faculta, al Gobierno para fijar el importe mínimo de los fondos. La compleja operación de titulización requiere que los fondos sean de un volumen significativo. Así se amortiguan los efectos de las amortizaciones anticipadas. De ahí que si las sociedades gestoras

constituyen fondos por un importe suficientemente elevado, y el mercado funciona sin necesidad de fijación reglamentaria de importe mínimo inicial de constitución de los Fondos de Titulización Hipotecaria, el Gobierno no tiene por qué proceder a la fijación del mismo, aunque pueda hacerlo.

No toda participación hipotecaria puede ser agrupada en un Fondo de Titulización Hipotecaria. Según el artículo 5º.4 de la Ley 19/1992, las «participaciones hipotecarias agrupadas en los Fondos, además de corresponder a préstamos que reúnan los requisitos establecidos en la Sección Segunda de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, deberán tener un vencimiento igual al de los préstamos participados». El primer inciso de este precepto supone una reiteración de lo ya dispuesto por la LMH. Precisamente la LMH comienza diciendo en su primer artículo que las entidades financieras «a las que esta Ley se refiere podrán conceder préstamos hipotecarios y emitir los títulos —entiéndase hoy “valores”— para su financiación, de acuerdo con los requisitos y finalidades que la misma establece...». En particular, los artículos 4º, 5º, 7º y 8º de la LMH establecen los requisitos de los préstamos hipotecarios, que pueden generar créditos susceptibles de servir de cobertura para la emisión de valores hipotecarios, entre los que se encuentran las participaciones hipotecarias. El artículo 2º y la disposición transitoria segunda del RMH reiteran la idea de que la «cartera de préstamos hipotecarios de las Entidades de crédito con posibilidad de participación en el mercado hipotecario podrá utilizarse para la emisión de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias si aquellos préstamos tuvieran las condiciones que se especifican en este Real Decreto o que se convaliden mediante la realización de los actos oportunos» (disp. trans. 2.ª, según redacción dada por el R. D. 1289/1991).

Por tanto, no se pueden emitir participaciones hipotecarias sobre créditos hipotecarios que no reúnan los requisitos exigidos por la LMH y el RMH. Pero no basta con ello para que una participación hipotecaria pueda formar parte de un Fondo de Titulización Hipotecaria. El mencionado artículo 5º.4 de la Ley 19/1992 exige en su último inciso un requisito específico. El párrafo tercero del artículo 15 de la LMH y el artículo 63.2 del RMH disponen que el plazo de la participación hipotecaria no puede superar el del crédito participado. Sin embargo, no se impide que sea inferior. Es más, el supuesto de hecho al que se refiere el artículo 62.3 del RMH comienza: «Cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restan-

te hasta el vencimiento final del contrato...». Se sobreentiende, pues, que no necesariamente el plazo de la participación ha de coincidir con el del crédito participado. Pues bien, el referido inciso final del artículo 5º.4 de la Ley 19/1992 exige que las participaciones hipotecarias agrupadas en los Fondos de Titulización Hipotecaria tengan «un vencimiento igual al de los préstamos participados».

Cuando se emite una participación con una duración inferior a la del crédito participado, en realidad se está instrumentando una cesión temporal de parte de un crédito. No hay una cesión parcial, pero definitiva, del porcentaje participado en el crédito. En última instancia incorpora un pacto de recompra al final del plazo pactado para la participación por el importe del principal del crédito pendiente de amortización. En consecuencia, no hay una transmisión definitiva del riesgo financiero por la totalidad del porcentaje de participación. Precisamente la hipótesis sobre la que se asienta el mecanismo de los Fondos de Titulización Hipotecaria es el de la transferencia del riesgo financiero. Por eso se exige que la duración del plazo de la participación hipotecaria sea igual que el del crédito participado.

Este requisito sólo de la coincidencia de vencimientos no asegura la transmisión del riesgo financiero, ya que podría existir pacto de recompra, por ejemplo. Sin embargo, se ha de poner este requisito en relación con el primero que establece el artículo 5º.3 de la Ley 19/1992: «Otorgada la escritura de constitución del Fondo, no podrá sufrir alteración...». Por tanto, no es ya sólo que no quepa pacto de recompra, es que, como criterio general, las participaciones hipotecarias que entran a formar parte de un grupo que constituye un Fondo de Titulización Hipotecaria no pueden salir del mismo. No pueden ser objeto de transmisión alguna; lo que excluye, además, toda posible recompra. En esta misma línea se sitúa el artículo 62.3 del RMH al establecer que cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra, la porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la entidad emisora, siempre que, además, el emisor no asuma responsabilidad alguna garantizando directa o indirectamente el buen fin de la operación o se comprometa a anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.

Hay, sin embargo, algún supuesto en que sí será posible la enajenación o transmisión de parti-

cipaciones pertenecientes a un Fondo de Titulización Hipotecaria. Tal caso está en relación con otro rasgo que se ha de señalar como característica de los fondos. Como consecuencia de la progresiva amortización del principal de las participaciones agrupadas, el valor del activo patrimonial del fondo irá decreciendo. El fondo desaparecería de hecho con la amortización total de todas las participaciones. Sin embargo, ya en algún momento anterior el activo del patrimonio podría ser tan reducido que la propia gestión del fondo resultara antieconómica. De ahí que el párrafo tercero del artículo 5º.2 de la Ley 19/1992 disponga: «Los Fondos se extinguirán en todo caso al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que agrupen. También podrá preverse expresamente en la escritura de constitución su liquidación anticipada cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendiente de amortización sea inferior al 10 por 100 del inicial, debiendo en tal caso determinarse en la escritura la forma en que se dispondrá de los activos remanentes del Fondo.» Por tanto, en este último supuesto se podrá disponer de las participaciones hipotecarias existentes en el fondo, siendo posible su directa adjudicación a los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo o la enajenación de las participaciones en el mercado con reparto del líquido entre los mencionados titulares.

VIII. VALORES DE PARTICIPACION EN FONDOS DE TITULIZACION

La primera dificultad que se presenta a la hora de hacer referencia a estos valores es la falta de un nombre para designarlos, en tanto el Gobierno no haga uso de la facultad que le confiere el segundo párrafo de la disposición adicional de la Ley 19/1992 para que pueda establecer un nombre específico que designe a los valores que representen las participaciones en los Fondos de Titulización, pudiendo reservar tal denominación en exclusiva para los mismos. La carencia de nombre obliga a utilizar circunloquios cada vez que se ha de hacer referencia a tales valores. A fin de evitar el recurso a expresiones tópicas como «el caso de los valores que nos ocupa» o el circunloquio empleado en la Ley 19/1992: «los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria», se opta aquí por la utilización del término «coparticipaciones», en razón de la mera economía del lenguaje y aun sabiendo que no es término que resulte adecuado para su utilización en el mercado (35).

Estos valores son participaciones en un fondo. Conviene, sin embargo, excluir esta denominación para evitar su posible confusión con las participaciones hipotecarias que constituyen el propio fondo. En Estados Unidos se denominan «certificados de participación» (*participation certificates*). Sin embargo, también esta denominación debe ser descartada en España para obviar confusión con el certificado de legitimación que acredita la titularidad sobre estos valores anotados en cuenta conforme al artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores y artículos 18 a 21 del R. D. 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

Las participaciones hipotecarias no hacen referencia a participación conjunta. Más bien al contrario: el artículo 61.2 del RMH limita cada participación a un determinado crédito hipotecario. Sin embargo, tratándose de un Fondo de Titulización Hipotecaria, los partícipes en éste ostentan la titularidad de una parte del mismo, es decir, del conjunto de participaciones hipotecarias que lo integran, si bien en los términos precisos establecidos en la escritura de constitución del fondo. Hay, pues, una «coparticipación» de todos los titulares en el conjunto del fondo. Pero no todos los titulares de las «coparticipaciones» tienen por qué gozar de los mismos derechos sobre el activo del fondo. Mientras en un fondo de inversión el valor de la participación es el cociente resultante de la división del patrimonio del fondo por el número de participaciones, de forma que todas las participaciones confieren los mismos derechos, en un Fondo de Titulización las «coparticipaciones» otorgarán a sus titulares los derechos establecidos en la escritura de constitución (art. 5º.2, 2.ª, Ley 19/1992).

Si sólo se emite una serie de «coparticipaciones», todas ellas conferirán los mismos derechos a sus titulares, siendo, por tanto, fungibles entre sí. Mas si se emiten varias series, que confieren distintos derechos a los titulares, evidentemente la fungibilidad no existirá entre valores de distintas series, sino sólo entre los de una misma serie. Cuando se emiten valores tipo *pass-through* (36) es patente el fenómeno de la transmisión de la titularidad de los créditos hipotecarios en el porcentaje participado y del riesgo financiero inherente hasta los titulares de las «coparticipaciones», si bien pasando por la mediación de las participaciones hipotecarias y la constitución del Fondo de Titulización Hipotecaria. Cada «copartícipe» es titular («propietario») de un determinado porcenta-

je del conjunto de participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo. Recibe la amortización correspondiente al principal del crédito hipotecario, así como los intereses, si bien minorados en la cuantía correspondiente a las comisiones de intermediación. Los «copartícipes» ostentan la titularidad (en cuanto «propietarios») de las acciones correspondientes al acreedor hipotecario. Ostentan un crédito de naturaleza real, en última instancia, frente al deudor hipotecario, aunque las pertinentes acciones no se ejercitarán directamente, sino a través de la sociedad gestora del fondo (arts. 5º.2 y 6º.1 Ley 19/1992), que, a su vez, tendrá que instar previamente la actuación de la entidad emisora de la correspondiente participación hipotecaria o concurrir con ella en la ejecución de la garantía hipotecaria (37).

Sin embargo, esta cotitularidad o «copropiedad» que las «coparticipaciones» (o «bonos de titulización») confieren sobre el conjunto de las participaciones hipotecarias agrupadas en un Fondo de Titulización se difumina bastante cuando se emiten varias series procediendo al desigual reparto de la amortización y pago de intereses. La distorsión se hace especialmente patente cuando se aplica completamente el sistema del *stripping*, donde unos sólo perciben amortización del principal y otros sólo intereses (38). ¿En qué medida entonces cada «copartícipe» es titular de cada crédito hipotecario participado? (39)

En la Ley 19/1992 las «coparticipaciones» no aparecen en ningún caso configuradas como posibles obligaciones o bonos emitidos por la entidad gestora, que sería la deudora, con la cobertura del grupo de participaciones hipotecarias. La posibilidad legal de emitir obligaciones con garantía pignoratícia (prenda de valores, o la prenda de créditos hipotecarios que vendría a ser la subhipoteca) existía ya en nuestro ordenamiento jurídico (40). La Ley 19/1992 viene a regular la posibilidad de emitir un nuevo tipo de valores en el contexto del mercado hipotecario, permitiendo una técnica como el *stripping* ya admitida en nuestro ordenamiento por el artículo 2º.1, b), del R. D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. No se trata sólo de articular, desde un punto de vista meramente económico, un nuevo cauce de financiación, sino de permitir, desde un estricto punto de vista jurídico, la cesión masiva de créditos hipotecarios en condiciones tales de rentabilidad y liquidez que resulten competitivos en el mercado.

Para ello se acude a la figura básica, y ya experimentada, de la constitución de un fondo, si bien

con peculiaridades propias. Lo relevante en todo fondo, desde un punto de vista jurídico, es que carece de personalidad jurídica y que son los copartícipes los titulares («propietarios») del patrimonio del fondo, sin perjuicio de que a veces sea imprescindible conceder al fondo cierta «entidad», como el caso de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, cuyos bienes y derechos «podrán ser inscritos a su nombre en el Registro de la Propiedad» (art. 33.7, Ley 46/1984, de 26 de diciembre, según redacción dada por la Ley 19/1992). Teóricamente, se puede decir que cada partícipe es titular o propietario de un determinado porcentaje en cada elemento que integra el patrimonio del fondo. Sin embargo, tal consideración teórica carece de relevancia práctica y jurídica. Precisamente la constitución de un fondo está dirigida a la eliminación de la consideración individual de cada uno de los elementos que lo constituyen. Desde un punto de vista jurídico no se plantea la cuestión de la *actio communi dividundo*, al modo como sucede en los supuestos ordinarios de copropiedad en una comunidad de bienes. El partícipe puede salir del fondo mediante la transmisión de su participación o el reembolso de la misma.

La totalidad de los copartícipes ostentan la titularidad («propiedad») de la totalidad del patrimonio del fondo, cuya administración y representación legal corresponde a las sociedades gestoras. Los concretos derechos de cada titular vienen configurados y delimitados en los términos contenidos en la escritura de constitución del fondo. En el caso de los Fondos de Titulización Hipotecaria, su específica función jurídico-económica hace que sea necesaria una mayor libertad a la hora de configurar y definir el concreto contenido de los derechos que las «coparticipaciones» confieran a cada titular. Así lo reconoce y dispone la Ley 19/1992 en los apartados 2 y 6 de su artículo 5º. Las «coparticipaciones» (o «bonos de titulización») pueden diferir en cuanto a tipo de interés (fijo o variable), plazo y forma de amortización, así como en cuanto al modo como han de afectarles las posibles amortizaciones anticipadas de participaciones hipotecarias. Se pueden, pues, estructurar series o tramos de «coparticipaciones» a corto, medio o largo plazo, de forma que a las últimas no afectarán las amortizaciones, regulares o anticipadas, mientras no se hayan amortizado totalmente los tramos anteriores.

Respecto a los aspectos formales de las «coparticipaciones», el artículo 5º.9 de la Ley 19/1992 impone su representación exclusivamente mediante anotaciones en cuenta. Este precepto dispone, como ya se indicó, que la escritura de constitución

del fondo surtirá los efectos de la prevista en el artículo 6º de la Ley del Mercado de Valores. En este precepto se exige que en la escritura conste el valor «nominal» de los valores integrados en la emisión. Se ha de tener presente que el valor nominal de las «coparticipaciones» no será constante en la medida que le afectan las amortizaciones, previstas o anticipadas, de las participaciones hipotecarias —lo que, en última instancia, equivale a decir de los créditos hipotecarios—. Habrá, pues, en estos casos un valor nominal inicial, que podrá estar expresado en cifras absolutas o porcentuales. En el primer caso, la sociedad gestora tendrá que hacer público periódicamente un coeficiente reductor (es decir, inferior a uno) que multiplicado por el valor nominal inicial permita conocer el valor nominal actual, que será el inicial menos las amortizaciones habidas. En el segundo caso, se tendrá que conocer el remanente total pendiente de amortización para obtener el importe que corresponda a una concreta «coparticipación» (o «bono de titulización»).

Como se puede intuir, se trata de un proceso complejo y sofisticado, que requiere una cuidada llevanza por especialistas con ayuda de adecuados sistemas informáticos. Sin embargo, la dificultad inicial no tiene por qué amedrentar. Las experiencias de otros países, como Estados Unidos, Canadá o Inglaterra —y, en menor medida, Francia— demuestran que es factible la consecución de un mercado suficientemente dinámico en el que tengan lugar las emisiones de este tipo de valores, así como su fácil transmisión en mercados secundarios que proporcionen la necesaria liquidez.

En relación con la comercialización de las «coparticipaciones» (o «bonos de titulización») hay que señalar dos requisitos que impone la Ley 19/1992:

- 1) Artículo 5º.8: «El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión». Precisamente el hecho de la compleja estructura de este tipo de valores hace aún más necesaria la intervención de una entidad especializada en calificación de valores que los examine y, como resulta, pueda con su calificación proporcionar un elemento de orientación a los posibles inversores. Las «coparticipaciones» cuentan con la garantía hipotecaria última de los créditos parti-

cipados, pero el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias «pasa» a los «copartícipes», sin perjuicio de que éstos puedan contar con el afianzamiento o aseguramiento que proporcionen entidades que participen en el proceso de titulación.

El párrafo segundo del artículo 5º.8 de la Ley 19/1992 es taxativo: «Los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del Fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la sociedad gestora del Fondo sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución». Este último inciso pone de manifiesto que los «copartícipes» no tienen un derecho de crédito contra la sociedad gestora como si fuese la parte acreedora en la relación jurídica derivada de la emisión de las «coparticipaciones». Los «copartícipes» sólo tendrán acción contra la sociedad gestora para exigir que actúe como gestor en representación y defensa de los intereses de los titulares de las «coparticipaciones», que son los beneficiarios a favor de los cuales la sociedad gestora ha de desarrollar su actividad (41).

2) Artículo 5º.9: «Las sociedades gestoras de los Fondos deberán obligatoriamente solicitar la admisión a negociación de los valores emitidos en un mercado oficial u organizado establecido en España, con las excepciones que reglamentariamente puedan establecerse.» Mientras en los fondos de inversión la liquidez viene proporcionada por la inmediatez del reembolso (42) de las participaciones (sin perjuicio de la posible transmisión de éstas), en el caso de las «coparticipaciones» en un Fondo de Titulación el reembolso queda excluido por la propia naturaleza de estos valores.

Más, como es sabido, la facilidad para la desinversión incentiva la inversión. Por tanto, es necesario proporcionar liquidez a las «coparticipaciones». De ahí la exigencia legal de su negociación en un mercado organizado. Cuanto mayor sea el grado de liquidez que los valores consigan tanto más atractiva resultará la inversión en los mismos. Sin embargo, su libre transmisión puede resultar limitada, ya que reglamentariamente «podrán establecerse limitaciones especiales a la adquisición por Instituciones de Inversión Colectiva de valores emitidos con cargo a Fondos de Titulación Hipotecaria adminis-

trados por Sociedades pertenecientes al mismo grupo que las sociedades gestoras de dichas Instituciones» (art. 5º.11, Ley 19/1992).

Por lo que se refiere a los requisitos de publicidad de la emisión de las «coparticipaciones», el artículo 5º.3 de la Ley 19/1992 dispone que éstas no serán objeto de inscripción en el Registro Mercantil. Se ha de proceder, sin embargo, a los correspondientes registros y depósitos en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como son los relativos al folleto de emisión y la escritura pública de constitución (cfr. arts. 25, 26, 28 y 92 de la Ley del Mercado de Valores; y art. 5º del R. D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores). Asimismo, a tenor del artículo 6º de la Ley del Mercado de Valores y del artículo 7º del R. D. 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, la sociedad gestora deberá depositar una copia de la escritura ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (si se fuere a solicitar la negociación de las «coparticipaciones» en Bolsa) o ante la entidad encargada del registro contable en otro caso. Además, se deberá depositar otra copia de la mencionada escritura ante el organismo rector del mercado secundario oficial en que se fuere a solicitar la negociación de los valores (43).

IX. SITUACIONES CONCURSALES

El artículo 10 de la LMH establece: «Las hipotecas inscritas a favor de las Entidades a que se refiere el artículo segundo sólo podrán ser impugnadas, al amparo del párrafo segundo del artículo ochocientos setenta y ocho del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los Síndicos de la quiebra, en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución de(l) gravamen, y quedando en todo caso a salvo el tercero que no hubiera sido cómplice de aquél». Con este precepto se excluye la garantía hipotecaria constituida a favor de entidades que pueden participar y emitir valores hipotecarios de los drásticos efectos de la retroacción de la quiebra que establece el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio: «Todos sus —del quebrado— actos de dominio y administración posteriores a la época a que se retrotraigan los efectos de la quiebra serán nulos».

En el supuesto de una hipoteca constituida a favor de una entidad emisora de valores hipoteca-

rios, el artículo 10 de la LMH (cuyo contenido recoge el artículo 25.5 del RMH) exige la concurrencia de un requisito más para que se apliquen los efectos de la retroacción de la quiebra: los síndicos han de impugnar la hipoteca demostrando la existencia de fraude en la constitución del gravamen. Si no se demuestra la existencia de fraude, la tajante sanción de nulidad no afectará a la hipoteca, a pesar de que se hubiera constituido dentro del período de retroacción de la quiebra. Aun cuando se hubiera dado fraude y prosperase la impugnación de la hipoteca, quedan a salvo los intereses del tercero que no fue cómplice. Tal es el caso de los titulares de valores hipotecarios «respaldados» por la hipoteca impugnada y, en su caso, declarada nula, cuyos intereses deberán quedar asegurados por la entidad emisora mediante la adecuada cobertura con otros créditos hipotecarios. No obstante, los titulares de valores hipotecarios podrían resultar afectados si, como consecuencia de la quiebra del deudor hipotecario, y demostrada la constitución fraudulenta de la hipoteca, quebrase también la entidad emisora (44).

Con la disposición del artículo 10 de la LMH se pretende asegurar la garantía primera que constituye la base o punto de partida de la estructura del mercado hipotecario, es decir, la seguridad aportada por una hipoteca inmobiliaria. Al abordar la regulación e implantación en España de los llamados Fondos de Titulización Hipotecaria se da un paso legislativo más en la línea de amortiguar los posibles efectos negativos de una aplicación radical de los efectos de la retroacción de la quiebra en el ámbito del mercado hipotecario. Así, el artículo 4º de la Ley 19/1992 añade el siguiente párrafo final al artículo 15 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario: «En caso de quiebra de la entidad emisora de la participación, el negocio de emisión de la participación sólo será impugnabile en los términos del artículo 10 y, en consecuencia, el titular de aquella participación gozará de derecho absoluto de separación en los términos previstos en los artículos 908 y 909 del Código de Comercio. Igual derecho de separación le asistirá en caso de suspensión de pagos o situaciones asimiladas de la entidad emisora de la participación.»

Por tanto, en el contexto del conflicto de intereses entre los acreedores de la entidad emisora de una participación hipotecaria que ha quebrado, por una parte, y los titulares de un Fondo de Titulización Hipotecaria al que pertenece la participación hipotecaria, la Ley reconoce a éstos como

«propietarios» y sólo permite la anulación del negocio de emisión y adquisición de la participación en el caso de que hubiese mediado fraude. A los acreedores de la entidad emisora interesa que el período de retroacción de la quiebra abarque la fecha en que se emitió la participación, para que, siendo nula la emisión, la totalidad del crédito hipotecario permanezca en la masa activa de la quiebra, con lo que serán mayores sus posibilidades de cobro. A los titulares del fondo, por el contrario, interesa que la participación continúe integrada y perteneciendo al fondo.

El párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio dispone que son nulos los actos de dominio y administración realizados por el quebrado durante el período de retroacción de la quiebra. Las posiciones doctrinales pueden ser distintas en cuanto a la consideración de los efectos y rigor con que tal precepto haya de ser aplicado. Parece que una aplicación radical del mismo puede atentar contra el principio de seguridad jurídica, y, desde luego, afecta a la seguridad del tráfico jurídico-mercantil (45). De ahí que, sin esperar a la demorada reforma del Derecho concursal español, el propio legislador da algunos retazos que se decantan por la salvaguarda del tráfico mercantil, especialmente en lo que a los mercados financieros se refiere.

Por tanto, cuando se crea un nuevo instrumento del sistema financiero, como son los Fondos de Titulización Hipotecaria y los valores a emitir con cargo a ellos, la Ley ha tomado una medida de protección frente a los posibles efectos negativos de la quiebra sobrevenida de alguna entidad emisora de participaciones hipotecarias agrupadas en un fondo. La medida tomada ha sido la misma que ya en 1981 se recogió en el artículo 10 de la propia LMH: la mera inclusión de la fecha de emisión de una participación hipotecaria en el período de retroacción de la quiebra no acarrea la nulidad del acto. Los síndicos han de impugnar ejercitando la correspondiente acción de nulidad, a la que la sociedad gestora del fondo se podrá oponer defendiendo los intereses de los «copartícipes» del fondo, y se ha de demostrar que hubo fraude en la emisión de la participación. En cualquier caso, si demostrado el fraude se anula la participación, ha de quedar «a salvo el tercero que no hubiera sido cómplice de aquél». Este será el caso de los «copartícipes» del fondo. Procederá, pues, que entren en funcionamiento las previsiones de la escritura constitutiva del fondo para el supuesto de sustitución de participaciones anticipadamente amortizadas, si bien lo será con cargo a quienes

hubiesen sido declarados autores fraudulentos de la emisión de la participación anulada.

Por supuesto, si no hubo fraude en la emisión de la participación, ésta resulta inatacable. Por tanto, las consecuencias en relación con la quiebra de la entidad emisora son las propias que se derivan de la naturaleza jurídica de la participación hipotecaria. Siendo ésta una cesión parcial de un crédito hipotecario, la propia Ley señala que «*en consecuencia* (énfasis añadido), el titular de aquella participación gozará de derecho absoluto de separación en los términos previstos en los artículos 908 y 909 del Código de Comercio». Se producirá, pues, la *separatio ex iure dominii* del partícipe. Dicha separación tendrá lugar en caso de quiebra, suspensión de pagos o «situaciones asimiladas». Habrá que entender que estas últimas incluyen los supuestos de embargo, ya que la finalidad de la norma es la máxima protección del partícipe. Ahora bien, convendría que se desarrollase una regulación más pormenorizada de los pasos a seguir para hacer efectiva esa separación.

La separación de derecho del partícipe es clara. Sin embargo, la separación fáctica puede resultar problemática. Piénsese que se trata de la «separación» de un porcentaje sobre un crédito hipotecario, cuya gestión tiene la entidad quebrada y sobre el que, probablemente, mantenga a su vez un porcentaje residual de participación. La separación ha de implicar necesariamente la transferencia de la gestión del crédito a otra entidad. Pero se ha de tener en cuenta que la gestión global de una cartera de créditos hipotecarios, propios o ajenos, constituye un elemento del activo de la entidad quebrada. La transmisión de la gestión de la cartera en el mercado tiene un valor, que se corresponde con el hecho de ser una fuente de ingresos por comisión a favor del gestor. Dicho valor constituye un elemento patrimonial de la masa activa de la quiebra que ha de integrarse en la misma y que, por tanto, está sujeta al procedimiento concursal.

La *vis atractiva* del derecho de separación *ex iure dominii* ha de llevar a la conclusión de que la administración del crédito hipotecario no puede quedar rígidamente sometida al procedimiento concursal, ya que ello implicaría impedir de hecho la efectiva separación a la que el partícipe tiene derecho. Por tanto, se ha de arbitrar un mecanismo ágil que, sobre la base de la pronta transmisión de la gestión del crédito hipotecario a otra entidad, salvaguarde los intereses del partícipe, de los acreedores concursales, y del deudor hipotecario.

El nuevo párrafo añadido al artículo 15 de la LMH no hace distinción alguna entre diferentes clases posibles de participaciones hipotecarias. Tampoco la hacía el resto del mencionado precepto en su redacción de 1981. Sin embargo, en la redacción del RMH se introdujo la distinción entre dos clases de participaciones: las de libre transmisión y las de circulación restringida. Las primeras han de ser objeto de anotación marginal en el Registro de la propiedad, mientras que las segundas no (art. 64.1.6 RMH). Puesto que la Ley no distingue, se ha de entender que el derecho absoluto de separación existe para todas las participaciones, de una y otra clase, y estén o no agrupadas en un Fondo de Titulización Hipotecaria.

Sin embargo, en relación con las participaciones hipotecarias de tenencia limitada, cuya existencia no consta en el Registro de la Propiedad, pueden surgir conflictos de intereses adicionales. La emisión de estas participaciones se basa en la confianza entre entidad emisora y partícipe. No hay protección registral. Si no se hace honor a la confianza, y la entidad emisora cede el crédito hipotecario, adquiriendo el cesionario sobre la base de la publicidad registral sin carga ni participación alguna sobre el mismo, al partícipe sólo quedará una acción de resarcimiento, o penal en su caso, contra el emisor que le defraudó. En situaciones normales de funcionamiento del sistema financiero resulta operativo, y evidentemente más económico, proceder a la emisión de participaciones hipotecarias que no requieran acceder al Registro de la Propiedad mediante documento público. La debilidad de la posición jurídica del partícipe se pondrá de manifiesto si entra en conflicto con quien tenga la protección de la publicidad registral.

Tal conflicto puede surgir, como se ha señalado, porque la entidad emisora de la participación defraude la confianza puesta en ella. Pero también podría darse por circunstancias ajenas en situaciones en las que entrasen en concurrencia intereses de terceros amparados en la publicidad registral (existencia de un crédito hipotecario libre de cargas) y los del titular de una participación cuya existencia no tiene constancia registral: todo ello a pesar de los amplios términos de la protección que dispensa el último párrafo citado del artículo 15 de la LMH, que se extiende hasta situaciones asimiladas a la suspensión de pagos.

En cualquier caso parece que, en relación con los Fondos de Titulización Hipotecaria, se debe hacer una interpretación restrictiva de la amplia for-

mulación del artículo 64.1.6 del RMH (redacción dada por el R. D. 1.289/1991): «Cuando la suscripción y tenencia de las participaciones no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, se emitirán en escritura pública, de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad, al margen de la inscripción de la hipoteca correspondiente. Practicada la nota marginal, los terceros que adquieran algún derecho sobre el crédito hipotecario lo harán con la carga del pago de la participación y de sus intereses». En definitiva, un Fondo de Titulización Hipotecaria es un medio de instrumentar la adquisición colectiva por el público de participaciones hipotecarias. De ahí que resulte procedente concluir que las participaciones que se agrupen en un fondo deben constar en el Registro de la Propiedad.

X. SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA

La constitución de los fondos corresponde en exclusiva a este tipo de sociedades, que han de tener a su vez tal actividad como objeto exclusivo (art. 6º.1, Ley 19/1992). Cada sociedad puede gestionar cuantos Fondos de Titulización Hipotecaria constituya: «uno o más», dice este último precepto citado. Al hacer uso, en su caso, de la habilitación contenida en el Real Decreto-Ley 3/1993, en cuanto a la posibilidad de ampliar la actividad de titulización a otros créditos, el Gobierno debería especificar si la exclusividad del objeto ha de ser referida a la «actividad titulizadora» en general o a la específica de cada clase de créditos. En el primer caso, una misma sociedad gestora podrá constituir Fondos de Titulización de distinta naturaleza: unos podrán ser de titulización hipotecaria y otros de titulización de otras clases de créditos. En el segundo caso, las sociedades gestoras estarán especializadas en la titulización de una clase de créditos, de forma que sólo podrían comercializar fondos que agrupasen créditos de esa concreta naturaleza.

La figura jurídica de estas sociedades gestoras guarda un indudable paralelismo con la de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por el Real Decreto 1.393/1990, de 2 de noviembre. Sin embargo, la Ley 19/1992 (párrafo 2 del artículo 6º.3) sólo hace remisión expresa a la aplicación, «en lo que corresponda», del régimen jurídico sancionador contenido en el capítulo

V del Título I de la Ley 46/1984, es decir, artículos 31 a 32 bis, artículo este último que remite a su vez al Título III de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (arts. 31 a 38). Además, el artículo 6º.3 de la Ley 19/1992 añade varios supuestos de infracciones muy graves, entre los que cabe destacar la «inversión de los recursos del Fondo en activos, o la contratación de operaciones, que no estén autorizados en la escritura de constitución del Fondo o resulten contrarios a lo dispuesto en este artículo y el precedente o en sus normas de desarrollo». El mismo precepto somete a las sociedades gestoras y a los fondos «al régimen de supervisión, inspección y, en su caso, sanción por la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

La Ley somete, asimismo, la constitución de sociedades gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria al régimen de autorización administrativa por parte del ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El artículo 6º.2 de la Ley 19/1992 continúa diciendo: «Una vez autorizadas deberán inscribirse en el Registro especial abierto al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.» Parece lógico pensar que entre la autorización y la inscripción en dicho registro administrativo debe mediar la constitución de la sociedad, que en todo caso será mercantil, mediante el otorgamiento de la escritura pública y su correspondiente inscripción en el Registro Mercantil, conforme al artículo 119 del Código de Comercio, y artículo 7 de la Ley de Sociedades Anónimas, si la sociedad gestora adopta este tipo societario.

La Ley 19/1992 no impone la forma de sociedad anónima para las sociedades gestoras. En el caso de las instituciones de inversión colectiva sí se exige este tipo social, debiendo ser las acciones nominativas (art. 27.1 Ley 46/1984, y art. 53.1, RIIC). Aunque con la Ley 19/1992 basta para que se pueda proceder a la constitución de sociedades gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria y de los fondos mismos, son bastantes las remisiones al desarrollo reglamentario de la Ley, de forma que cuestiones como el tipo social, el capital social mínimo, en su caso, y demás requisitos que se deban cumplir para obtener la autorización administrativa, que ha de ser reglada y no discrecional, han de venir reglamentariamente establecidos (46).

En dos ocasiones reitera la Ley 19/1992 que las sociedades gestoras tienen la «administración y representación legal» de los fondos que hubieran creado (arts. 5º.2 y 6º.1). Además, este último pre-

cepto se refiere al concepto jurídico bajo el cual han de actuar las sociedades gestoras en relación con los «copartícipes» del fondo: «Les corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los Fondos que administren.» Los «copartícipes» son los titulares «propietarios» del patrimonio del fondo, si bien frente a terceros no son ellos los que intervienen directamente, sino la sociedad gestora que ostenta la representación del fondo y, por tanto, de los intereses de los «copartícipes» en el mismo. Expresamente la Ley dice que la sociedad actúa en su calidad de «gestora de negocios ajenos». Por tanto, la relación jurídica entre sociedad gestora y «copartícipes» ha de situarse en el contexto de los contratos de colaboración o de gestión de intereses ajenos. Pero no puede ser simplemente subsumida en el ámbito del contrato de comisión (de tracto instantáneo) o en el de agencia (de carácter duradero) (47).

Se trata de una gestión de intereses ajenos de naturaleza especial, sentada en la base de la fiducia y que tiene su específica regulación. A falta de norma específica, se ha de aplicar el criterio de la analogía. Conforme a este criterio se ha de concluir que el régimen supletorio aplicable será el de las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva. En última instancia se tendrá que acudir al régimen jurídico de los contratos de comisión y agencia, si bien se ha de tener en cuenta que la aplicación de las normas reguladoras de estos contratos serán aplicables siempre con las matizaciones que deriven de la propia y específica naturaleza de la figura jurídica que es la sociedad gestora en relación con los beneficiarios de su actuación, que son los «copartícipes». Entre éstos y aquélla no se celebra un contrato previo y expreso de comisión o de agencia (48). En un primer momento, mediante la escritura de constitución del fondo se crea un patrimonio separado sobre el que se constituye un fideicomiso, si bien esta institución no está regulada como tal en nuestro ordenamiento jurídico-financiero. Más bien en nuestro ordenamiento jurídico, en general, se considera con disfavor la institución del fideicomiso.

No obstante, en el caso de los fondos lo que se ha hecho ha sido una «importación» del *trust* anglosajón (49), a pesar de que en nuestro ordenamiento no se contempla la separación de la propiedad en «legal» y «equitable» (50), base de la institución del *trust* y del fideicomiso como traducción de aquél. Los bienes (en sentido amplio, incluyendo derechos; en nuestro caso, las partici-

paciones hipotecarias agrupadas en el fondo) sobre los que recae el fideicomiso están en posesión del fiduciario (sociedad gestora, que ha sido a su vez fideicomitente al crear el fondo mediante la escritura de constitución), que ostenta la titularidad de los mismos, pero debe hacer uso de tal titularidad en beneficio del fideicomisario (los «copartícipes», que son los titulares o «propietarios» reales). La relación entre ambos se basa en la confianza (causa fiducia), si bien la relevancia de esta confianza es menor en tanto en cuanto en el fideicomiso se establece una regulación y, por tanto, una protección de la Ley (51).

Constituido el fideicomiso, esto es, el fondo, los «copartícipes» se adhieren al mismo mediante el negocio jurídico de suscripción de las «coparticipaciones», por el que asume la aplicación de régimen jurídico específico de los Fondos de Titulización y, en particular, lo estipulado en la escritura de constitución del fondo con cargo al cual se han emitido las «coparticipaciones» (o «bonos de titulización») objeto de suscripción, o en un momento posterior, objeto de adquisición derivativa por transmisión de las mismas.

NOTAS

(1) *BOE* núm. 168, de 14 de julio de 1992; corrección de erratas en *BOE* núm. 186, de 4 de agosto de 1992, página 27122.

(2) *BOE* núm. 52, de 2 de marzo de 1993; corrección de erratas en *BOE* núm. 53, de 3 de marzo de 1993, pág. 6723.

(3) *BOE* núm. 90, de 15 de abril de 1981.

(4) *BOE* núm. 181, de 29 de julio de 1988; corrección de errores en *BOE* núm. 122, de 23 de mayo de 1989, pág. 15341, y en *BOE* núm. 185, de 4 de agosto de 1989, pág. 25075.

(5) *BOE* núm. 80, de 2 de abril de 1992.

(6) Arts. 282 a 310 del Texto Refundido aprobado mediante Real Decreto 1.564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (*BOE* núm. 310, de 27 de diciembre de 1989; corrección de errores en *BOE* núm. 28, de 1 de febrero de 1990).

(7) Vid. MADRID PARRA, A. (1993b).

(8) De ahí que parte de la doctrina haya sido reacia a su admisión. Vid. referencia bibliográfica en MADRID PARRA, A. (1988), pág. 439.

(9) Art. 150 LH: «Cuando la hipoteca se hubiere constituido para garantizar obligaciones transferibles por endoso o títulos al portador, el derecho hipotecario se entenderá transferido, con la obligación o con el título, sin necesidad de dar de ello conocimiento al deudor ni de hacerse constar la transferencia en el Registro». Contiene este precepto una excepción al principio general establecido en el artículo 149 de la LH: «El crédito hipotecario puede enajenarse o cederse en todo o en parte, siempre que se haga en escritura pública, de la cual se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro».

(10) Los particulares pueden encontrar en la letra con garantía hipotecaria la alternativa a la emisión de obligaciones hipotecarias, pero en ningún caso la cambial con garantía de hipoteca puede ser instrumento adecuado que permita el funcionamiento de un mercado.

El artículo 2.1, c), del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, contempla las letras de cambio como efectos de comercio (cuando se emitan singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público) y como valores negociables en caso contrario.

(11) La posibilidad de emitir obligaciones garantizadas con hipoteca se contempla en el artículo 284.1, a), LSA y en el primer párrafo del artículo 1º de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindicato de obligacionistas (BOE núm. 311, de 28 de diciembre de 1964). El artículo 12 de la Ley 211/1964 declara de aplicación supletoria los artículos 154, 155 y 156 de la LH, así como la regulación de la LSA en materia de obligaciones.

Para el régimen jurídico de las obligaciones, vid. también el artículo 22 del C. de c., con redacción dada por la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CE en materia de sociedades (BOE núm. 178, de 27 de julio de 1989), y los artículos 274 a 283 del Reglamento del Registro Mercantil (RRM), aprobado por Real Decreto 1597/1989, de 29 de diciembre (BOE número 313, de 30 de diciembre de 1989; corrección de errores BOE número 8, de 9 de enero de 1990).

(12) BOE núm. 90, de 15 de abril de 1981.

(13) La LMH habla de «títulos» hipotecarios. Pero a partir de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, hay que entender «valores» hipotecarios, en sentido amplio, como luego ha quedado expresamente recogido en el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, por el que se modifican determinados artículos del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de Regulación del mercado hipotecario (BOE núm. 191, de 10 de agosto de 1991; corrección de errores en BOE núm. 251, de 19 de octubre de 1991, pág. 33963).

(14) Reglamento del Mercado Hipotecario (RMH) (BOE núm. 83, de 7 de abril de 1982), modificado posteriormente por las siguientes disposiciones: R. D. 1623/1985, de 28 de agosto, por el que se da nueva redacción a algunos preceptos del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario (BOE núm. 220, de 13 de septiembre de 1985; corrección de erratas en BOE núm. 236, de 2 de octubre de 1985); R. D. 184/1987, de 30 de enero, por el que se modifican las normas reglamentarias en materia de establecimientos de crédito para adaptarlas al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea (BOE núm. 35, de 10 de febrero de 1987; corrección de errores en BOE núm. 64, de 16 de marzo de 1987); R. D. 771/1989, de 23 de junio, sobre creación de Entidades de Crédito de ámbito operativo limitado (BOE núm. 152, de 27 de junio de 1989; corrección de erratas en BOE núm. 172, de 20 de julio de 1989); R. D. 1044/1989, de 28 de agosto, sobre recursos propios de entidades de crédito distintas de las de depósito (BOE núm. 208, de 31 de agosto de 1989); R. D. 1289/1991, de 2 de agosto, por el que se modifican determinados artículos del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario (BOE núm. 191, de 10 de agosto de 1991; corrección de errores en BOE núm. 251, de 19 de octubre de 1991).

(15) Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, por el que se modifican determinados artículos del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de Regulación del mercado hipotecario (BOE núm. 191, de 10 de agosto de 1991; corrección de errores BOE núm. 251, de 19 de octubre de 1991, pág. 33963).

(16) Según el artículo 4º.2 del R. D. 291/1992 se ha de entender por emisión «cada conjunto de valores negociables

procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones». «No obstante lo señalado en el número anterior —dispone el número 3 del mismo precepto—, la homogeneidad de un conjunto de valores no se verá afectada por la eventual existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario; fechas de procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria. En particular, la homogeneidad no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones».

(17) Los inversores institucionales son caracterizados por el R. D. 291/1992 como aquellos que «realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables» (art. 7º.1, a). A título meramente enunciativo, que no exhaustivo, el mismo precepto cita como inversores institucionales a los siguientes: «los Fondos de Pensiones, Instituciones de Inversión Colectiva o Entidades aseguradoras, o entidades como las Entidades de Crédito o las Sociedades de Valores». Según ALONSO, a «ellos habría que añadir también todos los sujetos mencionados por el artículo 76 LMV —a excepción, obviamente, de los Corredores de Comercio Colegiados— e incluso cabe pensar también en la inclusión de los Fondos de Titulización Hipotecaria (Ley 19/1992, de 7 de julio) en cuanto posibles suscripciones (sic) en exclusiva de aquellos valores hipotecarios que después titularán» (ALONSO ESPINOSA, F. J.: «Las excepciones al ámbito de aplicación del R. D. 291/1992, sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables», *Derecho de los Negocios*, núm. 32, mayo 1993, pág. 5). Tanto la cláusula general como los ejemplos que cita el mencionado artículo 7º.1, a), del R. D. 291/1992 parecen apuntar en la dirección de considerar inversores institucionales a aquellos que adquieren valores negociables para la propia institución o entidad, quedando fuera la mera mediación como agente. Esa pudiera ser la explicación de que se citen las Sociedades de Valores y no las Agencias, o que no se haga remisión al artículo 76 de la LMV, que sólo implicaría abarcar también a los Corredores de Comercio Colegiados y a las Sociedades Gestoras de Cartas, que no están incluidos en el concepto «entidad de crédito», según se establece en el artículo 1º del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, conforme a la redacción dada por el artículo 39 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (BOE del 30; corrección de errores en BOE de 4 de agosto de 1989). Vid. MADRID PARRA, A.: «Consecuencias para la financiación inmobiliaria de las leyes del mercado de valores y de disciplina e intervención de las entidades de crédito», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 36, 1989, págs. 703-730.

(18) La LMH dispone en los párrafos 4º y 5º de su artículo 15: «El titular de la participación hipotecaria tendrá acción ejecutiva contra la Entidad emisora, siempre que el incumplimiento de sus obligaciones no sea consecuencia de la falta de pago del deudor cuyo préstamo participa dicha persona. En este caso, el titular de la participación concurrirá, en igualdad de derechos con el acreedor hipotecario, en la ejecución que se siga contra el mencionado deudor, cobrando a prorrata de su respectiva participación en la operación y sin perjuicio de que la Entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado en el préstamo y el cedido en la participación, cuando ése fuera inferior. El titular de la participación podrá compeler al acreedor hipotecario para que inste la ejecución.

»Si el acreedor hipotecario no instare la ejecución judicial dentro de los sesenta días desde que fuera compelido a ello, el titular de la participación podrá subrogarse en dicha ejecución, por la cuantía de su respectiva participación. Las notificaciones pertinentes se harán fehacientemente.»

(19) Esta posibilidad, sin embargo, se aleja de la función que cumple la participación en el sistema estadounidense. La *loan participation* (participación en un crédito) equivale a nuestra cesión de crédito, si bien con algunas diferencias. La cesión, en sentido estricto, está llamada —como ocurre en la subrogación: artículos 1.203.3º y 1.208 C. ci.— a producir la novación en la persona del acreedor. Cuando se dan los requisitos de los artículos 1.527 del C. ci. y 347 del C. de c., el deudor ha de pagar al cesionario, que se sitúa, a estos efectos, en lugar del cedente, si bien éste ha de responder de la existencia y legitimidad del crédito en los términos de los artículos 1.529 del C. ci. y 348 del C. de c.

(20) En Estados Unidos, con independencia de la discusión doctrinal acerca de la naturaleza jurídica de las participaciones, es decir, si son o no valores, la ventaja principal que presenta tal instrumento es la de permitir una cofinanciación de la actividad crediticia hipotecaria, separando el «mundo» del deudor hipotecario del «mundo» del acreedor. Exactamente igual sucede en España, si bien con el «plus» añadido de permitir una instrumentación jurídico-formal más simple que en el caso de la cesión ordinaria. En Estados Unidos la formalización de una cesión ordinaria o una participación hipotecaria es igualmente simple: no hay solemnidad formal alguna ni carácter imperativo de la constancia registral. Aunque las participaciones hipotecarias pueden ser a su vez objeto de conversión (*securitization*), lo normal, o más frecuente, es que el fenómeno de «securitización» se lleve a cabo mediante un proceso de *swap* en el que se cambian los créditos hipotecarios propiamente dichos por valores con garantía hipotecaria. En España, sin embargo, no se permite la «titulización» de los propios créditos hipotecarios, sino de participaciones hipotecarias.

(21) *BOE* núm. 44, de 20 de febrero de 1992; corrección de erratas en *BOE* núm. 62, de 12 de marzo de 1992, página 8.462. La entidad emisora ha de llevar un libro especial en el que consten las participaciones emitidas, con el nombre y domicilio de los partícipes, y las transferencias efectuadas, que el nuevo titular tiene la obligación de notificar al emisor (art. 67 RMH). En la hipótesis de una emisión de participaciones hipotecarias representadas mediante anotaciones en cuenta, se podría plantear la cuestión de que dicha función fuese cumplida, en nombre del emisor, por la entidad encargada del registro contable. Para el supuesto de acciones de sociedades cuyos títulos habrían de ser nominativos en virtud de disposición legal, ya el artículo 22 del R. D. 116/1992 establece que ha de estar previsto el mecanismo por el que se informa a las emisoras sobre la identidad de sus accionistas, que variará en cuanto las acciones sean objeto de transmisión.

(22) Es significativo que cuando en el artículo 62.3 del RMH se transcribió el último párrafo del artículo 15 de la LMH, se cambió la palabra «cedida» por el término «transmitida»: «La parte de créditos hipotecarios transmitida por participaciones hipotecarias no se computará para el cálculo de los capitales de riesgo de las Entidades emisoras» (énfasis añadido). Quizá uno de los argumentos más importantes para afirmar que el RMH de 1982 no concebía la participación hipotecaria como una cesión de crédito se encontraba en el artículo 63.4, que permitía al emisor de participaciones hipotecarias *ceder* el crédito hipotecario participado.

(23) Según el Preámbulo del R. D. 1.289/1991, se «potencia la figura de las participaciones hipotecarias, al subrayar que mediante ellas se hacen participar en los créditos hipotecarios de una Entidad de crédito, con las favorables consecuencias para la misma, a efectos de coeficiente de caja y de recursos propios». Así queda recogido en la nueva redacción del artículo 62.3 del RMH: «Cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra, la porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la Entidad emisora. En este supuesto el emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.» Asimismo, en la nueva redacción del

artículo 72, en su número 2, se consideran las participaciones hipotecarias como préstamos hipotecarios.

(24) A pesar de la dicción literal del párrafo 6 del artículo 15 de la LMH: «La parte de créditos cedida en participaciones hipotecarias no se computará dentro de la cifra de capitales en riesgo». El mismo contenido se recogía en el mandato, ya no vigente, del artículo 62.3 del RMH, según redacción de 1982: «La parte de créditos hipotecarios transmitida por participaciones hipotecarias no se computará para el cálculo de los capitales de riesgo de las Entidades emisoras».

(25) *BOE* de 27 de junio de 1991. La norma decimoquinta de la mencionada Circular 4/1991, en su apartado número 6, incluye dentro del concepto de «transferencias de activos financieros» las participaciones hipotecarias en el sentido de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, y disposiciones que la desarrollan. En esta dirección, el R. D. 1.289/1991 da después la siguiente redacción al artículo 62.3 del RMH: «Cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra, la porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la Entidad emisora. En este supuesto el emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.»

(26) Por tanto, en lo que atañe a la naturaleza jurídica de las participaciones hipotecarias, el RMH de 1991 opta por asumir la configuración amplia de la LMH que la considera una cesión de crédito. Sin embargo, no se elimina la posibilidad intermedia o configuración restrictiva de la participación hipotecaria como instrumento financiero de transmisión de crédito, pero no de riesgo. De ahí que, por lo que a esta modalidad se refiere, siga siendo difícil y compleja su calificación jurídica, consecuencia de la «importación» forzada de la participación hipotecaria estadounidense que responde a la figura del *trust* (fideicomiso) anglosajón.

Vid. a este respecto MADRID PARRA, A. (1988, págs. 753-786); ORTÍ VALLEJO, A. (1993, págs. 95-104 y 119-163).

Aceptando la calificación jurídica de las participaciones hipotecarias como cesión parcial del crédito hipotecario, que implica una especial cotitularidad sobre éste, así como una especial gestión representativa de los partícipes por parte de la entidad emisora, se ha de constatar que esta gestión constituye una actividad llevada a cabo por una entidad de crédito, que forma parte de su objeto empresarial realizado con habitualidad en el ámbito del sector financiero, por lo que la relación jurídica entre entidad de crédito emisora y partícipe ha de ser calificada como mercantil. Es una relación de carácter fiduciario, basada en la confianza, como sucede en el mandato y comisión mercantil (o en todo contrato dirigido a la gestión de negocios ajenos). Se quiera calificar este mandato como comisión mercantil o no, lo cierto es que se rige por una especial regulación jurídica establecida en disposiciones que conforman nuestro sistema financiero y que, por ende, son de indudable naturaleza mercantil, sin perjuicio de que puntualmente puedan afectar o suponer especialidades en materia netamente registral o procesal.

Esa especial regulación jurídica de carácter mercantil es la que ha de llevar a afirmar que la transmisión de la gestión ha de ser posible en general, y en particular en supuestos como el de fusión de la entidad de crédito emisora de las participaciones hipotecarias. No resultaría coherente, y desde luego sería contrario al tráfico jurídico mercantil, que no se pudiese llevar a cabo la fusión de una Caja de Ahorros por la oposición del titular de una participación hipotecaria, ya que, por otro lado, éste no puede «retirar» la gestión de su parte de crédito cedida.

(27) Vid. R. D. 686/1993, de 7 de mayo, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, precisándose el régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria (*BOE* núm. 124, de 25 de mayo de 1993; correc-

ción de errores en *BOE* núm. 154, de 29 de junio de 1993, página 19.740), y Orden de 24 de septiembre de 1993, sobre fondos y Sociedades de inversión inmobiliaria (*BOE* núm. 238, de 5 de octubre de 1993; corrección de errores en *BOE* núm. 248, de 16 de octubre de 1993, págs. 29.255).

(28) Vid. artículo 10.1 Ley 46/1984; artículo 17.1, c), R. D.1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el nuevo Reglamento que desarrolla la Ley 46/1984; y Orden de 26 de febrero de 1991 sobre inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva en títulos del mercado hipotecario (*BOE* 5 de marzo de 1992).

(29) *BOE* núm. 52, de 2 de marzo de 1993; corrección de erratas en *BOE* núm. 53, de 3 de marzo de 1993, págs. 6.723.

Sobre la deslegalización indicada llevada a cabo por el Real Decreto-Ley 3/1993, vid. GUITARD MARÍN, J. (1993, págs. 61-62).

(30) Esta segunda redacción del párrafo h) del artículo 8.1 de la Ley 14/1985 difiere de la primera dada por la Ley 19/1992 en el sentido de no limitarse a los rendimientos de las participaciones hipotecarias que constituyan ingresos de Fondos de Titulización Hipotecaria, sino que se amplía a préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de un Fondo de Titulización, aunque no sea de naturaleza hipotecaria. El precepto establece que no quedan sujetos a retención los rendimientos de las participaciones hipotecarias u otros créditos que sean objeto de titulización, pero sólo en tanto en cuanto se «titulizan» mediante su agrupación en un Fondo de Titulización.

(31) Se menciona como un elemento de innovación financiera y se concibe como «la tendencia por la que los flujos financieros de la economía se instrumentan a través de valores negociables en mercados, organizados o no». MARTÍN FERNÁNDEZ, M.: «Riesgos de la innovación financiera y su control», *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 25, 1989, págs. 43.

(32) Vid. SELLON, G. H. Jr., y VAN NAHMEN, D.: «The Securitization of Housing Finance», Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, julio/agosto 1988, págs. 3-20; DUETT, E. H.: «Securitization of Commercial Real Estate: Solution to or Extension of the Thrift Problem?», *Business & Public Affairs*, otoño 1988, págs. 11-14; BECKETTI, S.: «The Prepayment Risk of Mortgage-backed Securities», Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, febrero 1989, págs. 43-57; CANTOR, R., y DEMSETZ, R. (1993, págs. 27-38).

(33) Mirando más al fondo de la operación económica insita en un valor (*security*), el Tribunal Supremo de Estados Unidos fija como requisitos que se han de dar los siguientes: 1) la presencia de una inversión, 2) en una empresa común, 3) sobre la base de una razonable expectativa de obtener un beneficio, 4) procedente de los esfuerzos empresariales o de administración de otros.

(34) Un vocablo similar a «titulización» había sido definido en los siguientes términos: «Se puede definir la titulización (*securitization*) como el proceso de transformación o sustitución de créditos bancarios por títulos o instrumentos negociables en los mercados financieros» (LEVENFELD, G., y SÁNCHEZ, E., «La titulación de los préstamos hipotecarios», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, primavera 1989, núms. 8-9, página 107.) Vid. también LEVENFELD, G. (1991); LEVENFELD, G., y SOUSA, R. (1992, págs. 151-166); MADRID PARRA, A. (1991, págs. 18-19) y t. 1990-1991, págs. 191-192, y STADLER, M., y STEGWEE, M. (1991, págs. 7-12).

(35) Ante la falta de desarrollo reglamentario, y al comenzar la emisión de estos valores, se ha utilizado ya alguna denominación y sus correspondientes siglas, a saber: «bonos titulizados hipotecarios» (BTH). Cfr. *El País*, 23-V-1993, página 36/Negocios. Esta denominación hace referencia al fenómeno de la titulización y, en concreto, a la de carácter hipotecario. El

término «bono» puede resultar válido siempre que se entienda en un sentido amplio, como «valor mobiliario» o «valor negociable» sin especial referencia a su naturaleza jurídica, ya que en sentido estricto el término «bono» tiene una connotación que hace pensar más bien en el contenido o naturaleza «obligacional» en cuanto que representa una deuda del emisor, cosa que no sucede en este caso.

(36) Se llama *pass-through*, siguiendo el modelo estadounidense, porque se «traspasa» al titular el importe mensual abonado por el deudor hipotecario correspondiente a devolución de principal y pago de intereses (vid. EISENBERG, R., y SHARFMAN, B. (1991); SHARFMAN, B. (1992, págs. 82).

(37) «El titular de la participación hipotecaria tendrá acción contra la Entidad emisora, siempre que el incumplimiento de sus obligaciones no sea consecuencia de la falta de pago del deudor en cuyo préstamo participa dicha persona. En este caso, el titular de la participación concurrirá, en igualdad de derechos con el acreedor hipotecario, en la ejecución que se siga contra el mencionado deudor, cobrando a prorrata de su respectiva participación en la operación y sin perjuicio de que la Entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado en el préstamo y el cedido en la participación, cuando éste fuera inferior. El titular de la participación podrá compeler al acreedor hipotecario para que inste la ejecución.

»Si el acreedor hipotecario no instare la ejecución judicial dentro de los sesenta días desde que fuera compelido a ello, el titular de la participación podrá subrogarse en dicha ejecución, por la cuantía de su respectiva participación. Las notificaciones pertinentes se harán fehacientemente» (párrafos 4º y 5º del artículo 15 de la LMH, cuyo contenido recoge el artículo 66 del RMH). Vid. ORTÍ VALLEJO, A. (1993, págs. 107-111).

(38) *Stripped Mortgage Backed Securities: «Interest-only» -IO- y «Principal-only» -PO-*: vid. RYDING, J. (1990, página 46).

(39) Esta cuestión no se plantea en un supuesto como el de las CMOs de Freddie Mac. Las obligaciones emitidas son valores que representan un crédito contra Freddie Mac, que es quien emite, contando con la cobertura de un grupo de créditos hipotecarios, o, en el caso de emisores privados estadounidenses, con la cobertura de un grupo de valores hipotecarios de tipo *pass-through* garantizados por una agencia federal. Vid. MADRID PARRA, A. (1991, págs. 21).

(40) Artículo 284.1, b), LSA; artículo 1 Ley 211/1964, de 24 de diciembre; artículo 107.4º LH; artículo 175.4º Reglamento Hipotecario; artículo 13 LMH; artículos 48 a 52 RMH. En cuanto a las matizaciones sobre la emisión de obligaciones hipotecarias por particulares, vid. TAPIA HERMIDA, A. J., y GUTIÉRREZ GARCÍA, A.: (1991, págs. 459-485).

Una experiencia en nuestro mercado financiero de emisión de obligaciones garantizada con prenda sobre participaciones hipotecarias fue la realizada en 1991 por la Sociedad Española de Titulización I, S. A., constituida con la única finalidad de adquirir las participaciones hipotecarias y llevar a cabo la emisión de obligaciones. Una vez aparecida la legislación sobre titulización, se ha procedido en 1993 a la amortización anticipada de la totalidad de las obligaciones emitidas.

Sobre experiencia de titulización de créditos hipotecarios en otros países, vid. BELLINGER, D. (1992, págs. 119-132); BOLEAT, M. (1991, págs. 29-36); EISENBERG, R., y SHARFMAN, B. (1991, págs. 15-27); GJEDE, T. (1992, págs. 123-134); MÜLLENDER, L. (1991, págs. 91-99); SHARFMAN, B. (1992, págs. 81-94), y WEIS, R. (1991, págs. 39-49).

(41) Sobre el proceso de calificación, vid. REEDER, C. G., y REIN, F. (1991, págs. 61-66).

(42) De uno a cinco días, según los casos (arts. 42.7 y 50 Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por R. D. 1.393/1990, de 2 de noviembre), siendo posible el reembolso gracias al tipo de valores que pueden constituir el

patrimonio del fondo, esto es, valores negociados en un mercado organizado de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público (arts. 17 y 37 del mismo Reglamento).

(43) Si se llevase a cabo un desarrollo reglamentario de la Ley 19/1992, se podría quizá exigir algún requisito adicional de publicidad. En el caso de las cédulas hipotecarias, la Ley 2/1981, en el último párrafo de su artículo 12, las excluye de la aplicación del régimen de la emisión de obligaciones y, por tanto, de la inscripción en el Registro Mercantil. Sin embargo, el artículo 47.1 del RMH exige la publicación del anuncio de emisión en el *Boletín Oficial del Estado*. En cualquier caso, proyectada una emisión de «coparticipaciones» como consecuencia de la constitución de un Fondo de Titulización, se deberá editar y poner a disposición del público el folleto de emisión en los términos establecidos por el artículo 20 del R. D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores y conforme al modelo específico que la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha de establecer a tenor de lo dispuesto en el último párrafo de la disposición final punto 1 de la Orden de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (BOE núm. 14, de 22 de julio de 1993).

(44) Para un examen más detenido del artículo 10 de la Ley 2/1981 y sus consecuencias, vid. MADRID PARRA, A. (1988, págs. 478 ss.); para una reconsideración de los efectos de la retroacción de la quiebra, vid. AYA ONSALO, E. (1992).

(45) Vid. GARCÍA GARCÍA, J. M. (1992, págs. 1.359-1.369), donde el autor, frente al Tribunal, mantiene que el artículo 878.2. del Código de Comercio infringe el principio de seguridad jurídica establecido en el artículo 9 de la vigente Constitución Española y el principio de igualdad del artículo 14, así como el de la efectiva tutela judicial del artículo 24.

(46) Así como en casos similares se requiere que se adopte la forma mercantil de sociedad anónima, parecería razonable que también aquí, por vía reglamentaria, se exigiese este tipo social para las sociedades gestoras de Fondos de Titulización. De lo contrario, lo que se está haciendo es dejar a la discrecionalidad administrativa la exigencia de posibles requisitos, que si bien pueden resultar razonables, su exigencia debe venir por vía de desarrollo reglamentario y no por la de la aplicación de la discrecionalidad de la Administración, que fácilmente podría incurrir en arbitrariedad, de no existir norma previa precisa.

Por otro lado, el artículo 6.2 de la Ley 19/1992 dispone: «Reglamentariamente podrá limitarse la participación máxima de una misma persona, entidad o grupo de entidades en el capital o en los derechos de voto de una Sociedad Gestora, o la utilización de cualquier otro medio de ejercer el control efectivo sobre ella».

(47) Vid. ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «El contrato de comisión», en *Derecho Mercantil*, coord. G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, vol. 2, Barcelona, 1992, págs. 243-244 y 247. Las acciones y facultades que se confieren a los titulares de participaciones hipotecarias serán ejercitadas, en el caso de los Fondos de Titulización, por la sociedad gestora. Así sucederá por lo que se refiere al ejercicio de la acción hipotecaria, si fuere necesario, al amparo del artículo 15 de la LMH y artículo 66 del RMH, en cuyo párrafo final, añadido por el R. D. 1289/1991, se dispone: «En los casos previstos en las letras c) y d), el titular de la participación podrá instar del Juez competente —o notario, en su caso— la incoación o continuación del correspondiente procedimiento de ejecución hipotecaria, acompañando a su demanda el título original de la participación —habrá que entender incluido aquí el certificado de legitimación expedido por la entidad encargada del registro contable, si se trata de una participación anotada en cuenta—, el requerimiento notarial previsto en el apartado c) precedente y certificación registral de inscripción y subsistencia de la hipoteca. Al expedirse esta certificación se hará constar en el Registro, mediante nota marginal, que se ha expedido la certi-

ficación registral y se indicará su fecha y la identidad del solicitante. Estas circunstancias se harán constar en la certificación expedida».

Tratándose de valores representados mediante anotaciones en cuenta, el artículo 1.429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil dispone en su apartado 7: «La acción ejecutiva deberá fundarse en un título que tenga aparejada ejecución.

»Sólo tendrán aparejada ejecución los títulos siguientes:

...

7.º Los certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables respecto de los valores representados mediante anotaciones en cuenta a los que se refiere la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siempre que se acompañe copia de la escritura pública de representación de los valores o, en su caso, de la emisión.» [párrafo añadido por el número 87 del artículo 1.º de la Ley 10/1992, de 30 de abril, de Medidas Urgentes de Reforma Procesal (BOE número 108, de 5 de mayo de 1992)].

(48) Vid. artículo 22 Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de agencia, que permite a cada una de las partes compelerse para formalizar por escrito el contrato.

(49) SÁNCHEZ CALERO, F., «Hacia un reconocimiento legislativo en España del fideicomiso bancario», en *El Fideicomiso en México y su viabilidad en España*, 1979, pág. 195.

(50) HUIDOBRO GASCÓN, C., «Negocio fiduciario y fideicomiso en España», en *El Fideicomiso en México y su viabilidad en España*, 1979, pág. 100.

(51) Vid. GARRIGUES, J.: *Negocios fiduciarios en Derecho Mercantil*, 1955, págs. 70-80.

BIBLIOGRAFIA

- AYA ONSALO, E. (1992): «Reflexiones sobre la retroacción absoluta de la quiebra», *Derecho de los Negocios*, núm. 20, págs. 21-24.
- BELLINGER, D. (1992): «La financiación de la vivienda y el mercado hipotecario en Alemania», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núm. 20, septiembre, págs. 119-132.
- BOLEAT, M. (1991): «La introducción de la titulización en el Reino Unido», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 14/15, marzo, págs. 29-36.
- BONAVERA, E. (1991): «I fondi comuni immobiliari: l'esperienza francese», *Rivista delle Società*, núms. 2-3, págs. 886-897.
- CANTOR, R., y DEMSETZ, R. (1993): «Securitization, Loan Sales, and the Credit Slowdown», *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review*, verano, págs. 27-38.
- EISENBERG, R., y SHARFMAN, B. (1991): «La titulización del crédito hipotecario en los Estados Unidos de América», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 14/15, marzo, págs. 15-27.
- GARCÍA GARCÍA, J. M. (1992): «La seguridad jurídica y la retroacción de la quiebra (crítica a la Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de noviembre de 1991)», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, LXVIII, núm. 610, mayo-junio, págs. 1.359-1.369.
- GJEDE, T. (1992): «El mercado de la vivienda y el crédito hipotecario: la vía danesa», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 18/19, abril, págs. 123-134.
- QUITARD MARÍN, J. (1992): «Mercado de Valores», *Derecho de los Negocios*, núm. 20, mayo, págs. 64-66.

- LEVENFELD, G. (1991): «Financiación tradicional del crédito hipotecario y titulización», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 14/15, marzo, págs. 51-58.
- LEVENFELD, G., y SOUSA, R. (1992): «Cuándo y por qué titular», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 18/19, abril, págs. 151-166.
- LAPUERTA, J. (1992): «El procedimiento extrajudicial. Una incógnita por despejar», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núm. 20, septiembre, págs. 45-54.
- MADRID PARRA, A. (1988): *El Mercado Hipotecario (EE. UU-España)*, Madrid.
- (1991): «La movilización de los créditos hipotecarios mediante la emisión de valores ("Securitización")», *Derecho de los Negocios*, núm. 5, febrero, págs. 16-30.
- (1993a): «La llamada "titulización" hipotecaria (Ley 19/1992)», *Derecho de los Negocios*, núm. 29, febrero, págs. 1-18.
- (1993b): «Reforma del Mercado Hipotecario tras una década», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 49, págs. 43-83.
- MÜLLENDER, L. (1991): «El mercado hipotecario europeo: Participantes, técnicas financieras y titulización», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núm. 16, junio, páginas 91-99.
- ORTÍ VALLEJO, A. (1993): *Garantías de los títulos del mercado hipotecario*, Madrid.
- PARDO NÚÑEZ, C. (1990): «La seguridad del tráfico inmobiliario. Análisis comparativo», *La Ley*, 4, págs. 1.049-1.057.
- PEEK, J., y WILCOX, J. A. (1991): «A Real Affordable Mortgage», *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, enero/febrero, págs. 51-66.
- PRADA, J. M.^º DE (1990): «Nota al artículo sobre "no inscribibilidad de determinadas cláusulas de las escrituras de hipoteca en garantía de créditos o préstamos"», *La Ley*, 1, págs. 1.038-1.040.
- REEDER, C. G., y REIN, F. (1991): «La calificación de títulos respaldados por activos», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 14/15, marzo, págs. 61-66.
- RYDING, J. (1990): «Housing Finance and the Transmission of Monetary Policy», 15 *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review*, verano, pag. 46.
- SHARFMAN, B. (1992): «Comparación de los procedimientos de titulización de los préstamos hipotecarios en distintos países», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, número 20, septiembre, págs. 81-94.
- SOUSA, R. (1991): «La reforma del mercado hipotecario», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núm. 17, diciembre, págs. 103-109.
- STADLER, M., y STEGWEE, M. (1991): «La titulización: Una introducción», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 14/15, marzo, págs. 7-12.
- TAPIA HERMIDA, A. J., y GUTIÉRREZ GARCÍA, A. (1991): «Las obligaciones hipotecarias emitidas por particulares. Su inscripción en los Registros Mercantiles y de la Propiedad y su ubicación en el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores (Comentario a la RDGRN de 5 de noviembre de 1990)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 42, abril-junio, págs. 459-485.
- WEIS, R. (1991): «Los fondos comunes de créditos franceses», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, números 14/15, marzo, págs. 39-49.