

EL PROCESO DE VERIFICACION Y REGISTRO DE UN FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA

Rafael SANCHEZ DE LA PEÑA

INTRODUCCION

En el artículo 5, apartado 3, de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, se establece, entre otras cuestiones, que «la constitución de Fondos (de Titulización Hipotecaria) deberá ser 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». La Ley 24/1988 no es otra que la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV), cuyo Título III, «Mercado Primario de Valores», que comprende los artículos 25 a 30, se halla enteramente dedicado a las emisiones de valores. Dichos artículos, así como también el 61 de la LMV, han sido objeto de desarrollo reglamentario a través del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (en adelante RD 291/92 sobre emisiones y OPV), que, a su vez, ha sido nuevamente desarrollado en fecha reciente a través de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992.

La referencia a las «emisiones de valores» realizada por la Ley 19/1992, que regula los Fondos de Titulización Hipotecaria, nos conduce, pues, directamente al entorno de los folletos informativos de emisión, y ello resulta así no sólo por la cita textual «en los términos previstos en la Ley 24/1988 para la emisión de valores», sino principalmente por la expresión «la constitución de Fondos deberá ser objeto de verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores», dado que bajo el régimen de las emisiones de valores reguladas en el Título III de la LMV, desarrollado por el RD 291/92 sobre emisiones y OPV, el objeto fundamental de la verificación y registro

por la Comisión Nacional del Mercado de Valores es precisamente el folleto informativo de emisión. Por si hubiera aún alguna duda al respecto, la propia Ley 19/1992 contiene una mención explícita al folleto de emisión en el apartado 8 de su artículo 5, en donde, en relación con la evaluación del riesgo financiero de los valores emitidos con cargo al Fondo a realizar por una entidad calificadora, se incluye la siguiente cita textual: «la calificación otorgada a los valores deberá figurar en su *folleto de emisión*».

Es importante comprender las consecuencias que en el orden práctico se derivan de la aplicación de la regulación de las emisiones de valores a los Fondos de Titulización Hipotecaria (en adelante FTHs), pues aunque obviamente la normativa marco de los FTHs se halla ubicada inicialmente en el ámbito del mercado hipotecario completado por los preceptos contenidos en la Ley 19/1992, el proceso de diseño de dichos Fondos debe tener siempre presente los procedimientos que sobre información a inversores y al mercado exige la regulación española de valores, especialmente la relativa a las emisiones y ofertas de venta de *carácter público*.

Hemos resaltado en el párrafo anterior las palabras «*carácter público*» porque es en este tipo de emisiones y ofertas sobre las que gira todo un sistema de desglose de información, cuyo instrumento principal no es otro que el folleto informativo, y porque llegados a este punto, y antes de adentrarnos en más descripciones sobre el alcance del proceso de verificación de FTHs, se hace necesario plantear y despejar cualquier duda que hipotéticamente pudiera surgir sobre la obligatoriedad de registro y verificación del folleto informativo con ocasión de la constitución de los FTHs. Pues bien, a este respecto cabe decir que la única respuesta posible hoy por hoy, de acuerdo con la normativa vigente a la fecha de este artículo, es una respuesta afirmativa; es necesario el folleto sin que

quepa, en principio, aplicar ninguna de las excepciones parciales previstas en el artículo 7 del RD 291/92 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (1).

En este artículo no pretendemos debatir si la Ley 19/1992 a lo que obliga es a seguir en su totalidad los procesos de verificación de emisiones previstos en la normativa sobre emisiones de valores o si únicamente dicha Ley lo que ha pretendido es que el control administrativo de la constitución de los FTHs se realice según los diversos procedimientos previstos en la regulación sobre emisiones de valores y, por tanto, si en estos últimos existe algún tipo de excepción, ésta sea extensible a los FTHs. Tal debate requeriría bastante más de un par de páginas para finalmente llegar, por una vía indirecta, a la conclusión de que, no obstante todo lo comentado, es necesario el folleto informativo. La razón de dicha conclusión está en la propia Ley 19/1992, y más concretamente en el apartado 9 de su artículo 5 donde se establece que «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». No habiéndose aún realizado desarrollo reglamentario alguno de esas posibles excepciones, resulta que en España la regulación de los mercados secundarios de valores organizados existente en la actualidad establece como requisito necesario para la admisión de valores que éstos se hallen amparados previamente por un folleto informativo de emisión debidamente verificado y registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV).

OBJETIVO Y CONTENIDO GENERAL DE UN FOLLETO INFORMATIVO DE EMISION U OFERTA PUBLICA DE VENTA DE VALORES

Una vez resuelta la primera cuestión de orden metodológico que hemos planteado más arriba, pasemos a analizar en qué consiste dicha verificación. Pero antes conviene, a modo de introducción, recordar cuál es el objetivo, naturaleza y alcance general de cualquier proceso de verificación y registro por la CNMV de un folleto informativo de emisión u oferta pública. Para ello, nada mejor que describir a grandes rasgos el contenido de la información objeto de desglose en un folleto y las consecuencias legales en la utilización de dicha información.

La filosofía implícita en la exigencia, por parte de la legislación española, de un folleto informativo como paso previo al lanzamiento de una emisión no es otra que reconocer que la información es la mejor protección para los inversores, y que ésta debe estar accesible desde el primer momento, esto es, desde el mismo proceso de creación de los valores.

Los folletos informativos de emisión, internacionalmente conocidos como «prospectus», han tenido siempre como misión la protección y salvaguarda de los intereses de los inversores a través de la información en ellos contenida. Esta afirmación no es un simple tópico, sino que encierra la única razón de ser de los folletos, a saber: un documento redactado y suscrito por el emisor u oferente donde se definen los términos y condiciones de la emisión u oferta a través de la descripción de las características de los valores que se emiten (si son nuevos) o que se ofrecen (si ya están creados), y de las condiciones y procedimientos de colocación de dichos valores; y donde el emisor u oferente ha de exponer igualmente cuál es su organización jurídica, su estructura accionarial, su negocio, especificando las distintas actividades económicas o consecuencias financieras que de él se derivan, sus resultados y situación patrimonial y financiera, y sus perspectivas más inmediatas.

Un folleto informativo sobre emisión de valores es una obra impresa escrita con la única misión de informar; por tanto, una vez editado debe ser distribuido y acercado a sus destinatarios finales, que no son otros que los potenciales inversores a los que la emisión se dirige. Para su difusión el emisor u oferente de los valores puede servirse de aquellos intermediarios financieros legalmente autorizados ante los cuales los inversores van a tramitar sus órdenes de compra. De aquí que toda normativa sobre valores obligue a que dicho documento, además de en la sede social del emisor u oferente, como es lógico, esté a disposición del público para su consulta, libre y gratuita, en todas aquellas entidades financieras que intermedien entre el emisor u oferente y los inversores finales con ocasión del proceso de colocación de dichos valores, y por lo mismo, todo comprador tiene igual derecho a recibir de forma gratuita un ejemplar de dicho folleto.

En el folleto el inversor tiene derecho a que le sean explicadas de forma adecuada y suficiente las distintas circunstancias que concurren tanto en los valores como en el emisor de los mismos, de forma tal que pueda realizar un juicio razonado

sobre la inversión que se le propone. De este aserto básico se derivan la mayoría de las características fundamentales que deben tener los folletos informativos sobre valores, a saber:

– El emisor u oferente es, en principio, el único responsable del contenido informativo del folleto, y queda comprometido frente al inversor por toda la información reflejada en él; así, el mismo debe ser siempre suscrito por persona con poder suficiente para obligar a la entidad emisora u oferente. Si adicionalmente en el proceso de colocación de la emisión participa alguna entidad financiera que haya participado en el diseño de la operación y actúe como directora de la misma, también esta entidad será responsable de su contenido con excepción de aquellas informaciones verificadas o sujetas a la verificación de un auditor independiente.

– El folleto es un documento que ha de configurarse como una unidad de información autosuficiente, y lo más completa posible:

- El emisor debe informar de todo aquello a que reglamentariamente venga obligado sin que pueda prejuzgar qué tipo de características o circunstancias son de más interés al inversor y, por tanto, sin que pueda resaltar un tipo de información sobre otra, siempre que no subyazga un determinado riesgo específico para el inversor, en cuyo caso deberá ser necesariamente evidenciado de forma pertinente.

- El emisor u oferente no puede argumentar ante el inversor, ni por tanto suponer que son ya conocidas, informaciones o datos que, aunque se hallen publicados o difundidos por otros medios, no hayan sido reflejados en el folleto bien directamente o bien a través de los anexos que se adjunten al mismo y que forman parte integrante de aquél.

– El contenido informativo del folleto debe reflejar principalmente hechos ciertos, y en el caso de que sea necesario incorporar intenciones, éstas deben sustentarse en la firme voluntad del emisor de hacerlas cumplir, debiendo facilitarse en el folleto información acerca de las medidas adoptadas para alcanzar aquéllas. Por ello, en cualquier información de carácter especulativo o provisional sobre el futuro que fuera necesario incluir para una mejor comprensión de las circunstancias del emisor o de los valores, se deberá mencionar obligatoriamente su naturaleza predictiva.

– El contenido informativo del folleto debe ser oportuno y, por tanto, reflejar la información más actualizada a disposición del emisor u oferente.

En este sentido, cualquier hecho relevante que suceda entre la fecha de publicación del folleto y la del cierre de la emisión u oferta y que pueda afectar a la apreciación que de los valores puedan hacerse los inversores, debe dar lugar necesariamente a la pertinente e inmediata actualización del folleto informativo.

Finalmente cabe recordar que la normativa de la mayoría de los países, entre ellos España, confiere a este documento el atributo adicional de exclusividad informativa, cerrando así el ámbito de su utilización. El folleto informativo es, pues, el único documento legalmente admitido que puede utilizarse para difundir entre los inversores la información concerniente a una emisión u oferta de valores concreta y debe estar a su disposición, sin excepción alguna, siempre con anterioridad al inicio de la correspondiente emisión u oferta de valores.

No obstante, en el caso de nuestro país, la legislación permite realizar de forma condicionada actividad publicitaria o promocional de la emisión u oferta a través de cualquier medio de difusión. Las condiciones impuestas, lógicas por demás, exigen que la información que se facilite esté basada siempre en el contenido del folleto y que su resumen o la síntesis informativa obligada por el formato del medio de difusión no conlleve omisión o distorsión alguna de las características o circunstancias de la operación. En cualquier caso, dicha publicidad o promoción tiene necesariamente que informar de la existencia del correspondiente folleto informativo a disposición de los inversores.

CONJUNTOS DE INFORMACION SUJETOS A VERIFICACION Y REGISTRO POR LA CNMV CON OCASION DEL REGISTRO DE UN FOLLETO INFORMATIVO SOBRE LA CONSTITUCION DE UN FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA

El proceso de verificación de un FTH abarca, además del folleto informativo, los siguientes dos conjuntos relevantes de información y documentación:

- Los documentos acreditativos de la constitución del FTH.

- Los informes de expertos independientes:

- La evaluación del riesgo crediticio del FTH o *rating*.

- El informe especial de auditoría inicial del Fondo.

En el caso de los FTHs, estos dos conjuntos de información son tan importantes como el propio folleto informativo, de forma tal que este último no podría sustentarse sin los otros dos y de alguna manera podemos decir que le anteceden en el orden lógico del proceso de verificación. Por esta razón se hace necesario explicar previamente el contenido y circunstancias que concurren en dichos dos conjuntos antes de iniciar la descripción del folleto informativo de un FTH.

Los documentos acreditativos necesarios para la verificación de un FTH

Como documento principal debe destacarse «la escritura de constitución» del Fondo, siendo asimismo documentos de obligada existencia los acuerdos adoptados por los órganos de administración competentes de las entidades financieras que hayan participado en la promoción, diseño o configuración del Fondo; en particular, nos estamos refiriendo a los siguientes:

- Acuerdo de las entidades emisoras, o de las entidades titulares transmitentes si fueran distintas de las emisoras, de las participaciones hipotecarias que se agrupan en el Fondo.

- Acuerdo de la Sociedad Gestora para la constitución del Fondo.

El contenido de la escritura de constitución del Fondo se halla regulado, según un criterio de mínimos, en el número 2 del artículo 5 de la Ley 19/1992. Dicha escritura debe incluir, al menos, la siguiente información:

- Identificación de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo y, en su caso, las reglas de sustitución en caso de amortización anticipada de aquéllas.

- Definición precisa del contenido de los valores que vayan a emitirse, o el de cada una de sus series, si fueren varias.

- Establecimiento de las reglas a las que haya de ajustarse el Fondo, en particular las operaciones que se hayan contratado por su cuenta para aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores, neutralizar las diferencias de tipo de interés entre participaciones hipotecarias (PHs) y bonos de titulización hipotecaria (BTHs) o, en general, transformar las características financieras de todos o algunos de dichos BTHs.

Por su amplio contenido, dicha escritura es generalmente un documento complejo, que debe ser normalmente complementado, a su vez, con diversos documentos, entre los que cabe citar, a título meramente indicativo, como más significativos, los siguientes:

- El contrato de administración de los préstamos hipotecarios participados a través de las PHs que se integran en el Fondo suscrito entre la Sociedad Gestora del Fondo y la(s) entidad(es) financiera(s) originadora(s) de dichas PHs. En este contrato, entre otras estipulaciones, vendrá establecida la remuneración que se reservan la(s) entidad(es) financiera(s) en concepto de administración de las PHs.

- El contrato de depósito de las PHs suscrito entre la Sociedad Gestora del Fondo y la entidad depositaria de dichas PHs, si es que el contrato de administración anterior no contuviera ya estipulaciones a este respecto.

- Los posibles contratos suscritos por la Sociedad Gestora por cuenta del Fondo con entidades financieras o de seguros al objeto de transformar las características financieras de los valores y mejorar el riesgo financiero o asegurar una determinada calidad crediticia, tales como:

- contratos de permuta financiera de tipos de interés o de divisas,

- contratos de seguros para la cobertura del riesgo de impago de principales y/o de intereses,

- contratos de reinversión de los excedentes transitorios de tesorería a tipos de interés garantizados,

- contratos de préstamos o líneas de crédito para cubrir los gastos de constitución del Fondo o desfases transitorios de tesorería.

- Adicionalmente, como en cualquier otra emisión de valores de renta fija, además de los contratos anteriores, la Sociedad Gestora habrá de suscribir por cuenta del Fondo al menos dos contratos más con entidades financieras:

- El contrato con las entidades designadas como agente(s) de pago del futuro servicio financiero de las distintas series de BTHs que vayan a emitirse.

- El contrato de aseguramiento de la colocación de las distintas series de BTHs que vayan a emitirse.

Es de suma importancia señalar aquí que si la escritura de constitución del Fondo resulta impres-

cindible desde un punto de vista legal, el contrato de aseguramiento de la colocación de los BTHs resulta igualmente imprescindible desde un punto de vista práctico si se quiere garantizar el éxito del proceso de constitución del Fondo. De acuerdo con la Ley 19/1992, el patrimonio del Fondo estará integrado, en cuanto a su activo, por las PHs que en él se agrupen y, en cuanto a su pasivo, por los BTHs que se emiten en una cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo; o lo que es lo mismo, que tanto financiera como contablemente las PHs y los BTHs deben constituir, respectivamente, las masas de activo y de pasivo principales y básicas de un FTH. En términos prácticos esto se traduce en que los fondos monetarios obtenidos con la colocación entre los inversores de los BTHs deben ser aplicados necesariamente a pagar en primer lugar la adquisición de las PHs que constituyen el activo del Fondo, y en segundo lugar, si hubiera algún remanente, a cubrir los gastos de constitución que, de acuerdo con lo previsto en la escritura y el folleto informativo, fueran a cargo del Fondo.

De todo ello se deduce fácilmente que no resulta ni legal ni financieramente posible que en el proceso de emisión de los BTHs (proceso coetáneo o indisoluble con el de la creación y constitución del correspondiente Fondo) queden valores sin suscribir o sin desembolsar. Si esto último sucediera, no cabría otra opción, en principio, que declarar la operación fallida, quedando abortada la constitución del Fondo, lo que debería dar lugar a la inmediata devolución a los inversores del importe íntegro de las cantidades que hubieran desembolsado en la suscripción de los BTHs. Más aún, desde un punto de vista práctico, y aunque no existe normativa contraria al respecto, resulta bastante más que cuestionable la posibilidad de que pueda admitirse la constitución de un FTH cuando el proceso de colocación de sus BTHs no se halle enteramente garantizado a priori. En otro orden de cosas, éste sería uno de los factores típicos de riesgo merecedor de un claro y preeminente desglose en el folleto informativo, así como en toda la publicidad que se derive de la verificación y registro del mismo.

Una vez enumerados los distintos documentos acreditativos que acompañan a un folleto informativo de un FTH, pasemos a comentar cuál es el alcance del proceso de verificación de la CNMV en relación con dichos documentos acreditativos. Este proceso puede sintetizarse a través de los siguientes pasos y etapas:

- Identificación de las distintas relaciones contractuales entre el Fondo y las diversas entidades que intervengan tanto en el proceso de su constitución como en su vida futura.

- Identificación de los acuerdos sociales adoptados por dichas entidades, así como de los contratos suscritos por la Sociedad Gestora por cuenta del Fondo con dichas entidades.

- Análisis de la coherencia jurídica de los diversos documentos antes mencionados con las características financiero-legales del Fondo y de los valores a emitir a su cargo.

- Revisión legal del clausulado, estipulaciones y condiciones establecidas en dichos acuerdos y contratos.

- Análisis final de la concordancia existente entre los documentos antes citados, el folleto informativo y el clausulado y estipulaciones contenidos en la minuta de la escritura de constitución del Fondo, que será objeto de protocolización inmediatamente después de la verificación de la operación por parte de la CNMV.

En definitiva, la naturaleza y alcance de la verificación de la documentación legal aportada a la CNMV con ocasión de la constitución de un FTH no consiste en otra cosa que en la revisión de la legalidad y en el análisis de la concatenación jurídico-lógica de lo establecido en dicha documentación con las características del Fondo y de los valores a emitir, las cuales deben hallarse adecuadamente identificadas y explicadas, respectivamente, en la escritura de constitución y en el folleto informativo.

Los informes de los expertos independientes

Tal como ya ha sido apuntado previamente, son dos los informes procedentes de expertos independientes legalmente exigibles en el proceso de verificación de un FTH. De un lado, el informe conteniendo la evaluación del riesgo financiero (calidad crediticia) de los valores que se emiten con cargo al Fondo; de otro, el informe sobre la auditoría inicial del Fondo.

La exigencia de evaluación y calificación del riesgo financiero por una entidad independiente especializada es toda una novedad en el panorama de las emisiones de valores en España, dado que hasta la aparición de la Ley 19/1992 no existía ninguna referencia legal al respecto. La exigencia del informe de auditoría no constituye una

novedad, puesto que se hallaba ya recogida tanto en la legislación sobre valores (LMV y RD 291/92 sobre emisiones y OPV), a la cual se remite la Ley 19/1992, como en la propia Ley de Auditoría de Cuentas, cuya disposición adicional primera establece que deben someterse a auditoría todas aquellas entidades, cualquiera que sea su naturaleza jurídica, que emitan obligaciones en oferta pública.

La evaluación del riesgo financiero de los valores emitidos con cargo al Fondo

La evaluación del riesgo financiero de los valores emitidos resulta obligatoria de acuerdo con el apartado 8 del artículo 5 de la Ley 19/1992. Asimismo, dicho apartado establece que las entidades calificadoras habilitadas para realizar tal trabajo han de estar reconocidas al efecto por la CNMV, lo que implica que la Ley ha dejado en manos de la Comisión las distintas tareas relativas al reconocimiento de dichas entidades. Cabe mencionar aquí que en la actualidad existen dos entidades calificadoras formalmente reconocidas por la CNMV como tales a los efectos previstos por la Ley 19/1992.

Aunque ciertamente no es el objeto de este artículo describir el proceso de reconocimiento de una entidad calificadora, entendemos puede resultar ilustrativo para el lector esbozar muy sucintamente los criterios básicos aplicados, que pueden resumirse a través de los siguientes requisitos o atributos:

- Solicitud directa por parte de las entidades calificadoras interesadas.
- Probada experiencia previa en el campo de la calificación de riesgos financieros, y más concretamente en el ámbito de la calificación de emisiones de valores originadas en procesos de titulización, y en particular de activos hipotecarios. Dicha experiencia debe estar refrendada por algún tipo de reconocimiento amplio por parte del mercado.
- Independencia profesional y desvinculación económica, o de cualquier otra índole, con aquellas entidades emisoras de valores que recaben sus servicios.
- Adecuado conocimiento del entorno económico, financiero y jurídico de nuestro país, para lo cual deben disponer de un establecimiento permanente en el mismo.
- Objeto social exclusivo adecuado a las actividades profesionales y de firma relacionadas con las tareas de calificación y su entorno.

- Disponibilidad de medios, incluidos los financieros, que aseguren razonablemente un horizonte de permanencia y estabilidad en sus actividades.

Dicha evaluación del riesgo financiero, tal como establece la Ley 19/1992, debe figurar en el folleto de emisión, habiendo sido recientemente regulada la información a incorporar por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, que prevé como menciones necesarias las siguientes:

- Identificación de la entidad calificadora reconocida por la CNMV que ha evaluado el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo al Fondo.
- Fecha y grado de calificación otorgado a los valores emitidos con cargo al Fondo.
- Significado de la calificación.
- Posibilidad de revisión, suspensión o retirada de la calificación.

Adicionalmente, como anexo al folleto informativo debe figurar un facsímil o copia de la correspondiente carta-informe firmada por la entidad calificadora, en la que ésta concluye y expresa el grado de calificación otorgado a cada una de las series de valores que vayan a emitirse con cargo al Fondo. Debe señalarse que, en caso de que con cargo a un FTH se emitiesen distintas series de valores, todas ellas, sin excepción alguna, deben ser objeto de evaluación y calificación de su riesgo financiero.

El informe de auditoría inicial de un FTH

A diferencia de lo señalado respecto a la evaluación y calificación del riesgo financiero, que tiene por objeto opinar sobre el pasivo principal del Fondo, esto es, sobre los BTHs, la revisión del auditor con ocasión de la constitución de un FTH se centra en el activo principal del Fondo, esto es, en las PHs que van a ser objeto de agrupación en el mismo.

Cierto es que las PHs deben estar identificadas en la escritura de constitución del Fondo, pero cierto es también que en la práctica dicha identificación se basa en listados y campos informativos contenidos en bases de datos mecanizadas, sin que la correspondiente documentación soporte (escritura del préstamo, tasación del inmueble, etcétera) salga del ámbito de la(s) entidad(es) financiera(s) emisora(s) o transmitente(s) de las PHs que se agrupan en el Fondo. En estas cir-

cunstancias, tanto la identificación de las PHs como la propia descripción de los atributos (2) de los correspondientes préstamos hipotecarios que las amparan no constituyen sino declaraciones de las entidades emisoras de la PHs, que, por su relevancia en la constitución y vida futura del FTH, deben ser adecuadamente revisadas y verificadas por parte de experto independiente; que, de acuerdo con la legislación del Mercado de Valores, ha de ser un auditor de cuentas inscrito en el ROAC (Registro Oficial de Auditores de Cuentas).

Téngase en cuenta que un FTH es un instrumento financiero de carácter cerrado con dos masas principales de activo y pasivo que están, financiera y legalmente, ligadas entre sí de forma absoluta (en el activo las PHs, en el pasivo los BTHs), y que en el momento de su constitución, mediante el otorgamiento y protocolización de la correspondiente escritura, todavía no se ha abierto ni iniciado el período de suscripción y colocación de los BTHs. Por tanto, en ese momento, fuera del diseño descrito en el folleto informativo y de las operaciones contractuales, pendientes aún de iniciación, descritas en dicha escritura, lo único cierto que existe económicamente son las PHs que se hallan dispuestas para su integración en el Fondo. Ni siquiera existen los BTHs, que serán creados con su emisión y posterior suscripción y desembolso por los inversores. Los estados financieros teóricos del FTH en ese instante estarían compuestos por las PHs en el activo, y en el pasivo figurarían como acreedores las entidades emisoras de dichas PHs (que inmediatamente después serán sustituidas por el conjunto de inversores tenedores de los BTHs). En ese mismo instante, una vez constituido el Fondo, la auditoría de su balance sería muy fácil por la parte del pasivo: la mera existencia del acuerdo adoptado por las entidades financieras para la emisión de las PHs con destino al Fondo, así como el clausulado y las correspondientes estipulaciones contenidas al respecto en la escritura de constitución, entre las que se recogerá el compromiso del Fondo en relación con el desembolso de las PHs suscritas (lo que da lugar a reconocer en éste una deuda a favor de aquellas entidades). Pero por la parte de su activo, por la parte de las PHs, habría que verificar bastantes más cosas que el mero listado de PHs que se incluye en la escritura. Habría que acreditar que las mismas se hallan efectivamente respaldadas en número, importe y soporte documental por los correspondientes préstamos hipotecarios antecedentes, así como que éstos cumplen con los requisitos financieros y legales exigidos por la normativa vigente.

Si bien no es este artículo el marco adecuado para describir el alcance del trabajo de revisión que ha de llevar a cabo el auditor, a modo de simple pincelada podemos resumir, tal como ya ha sido apuntado en el párrafo precedente, que cuando menos dicho trabajo debe tener por objeto verificar que las PHs se hallan respaldadas por los correspondientes préstamos hipotecarios antecedentes, que la documentación soporte de éstos es adecuada y que de su análisis se deduce que dichos préstamos cumplen con los requisitos y atributos financieros y de oportunidad legal (número de préstamos a movilizar, saldo vivo de los mismos, relación saldo actual/valor de tasación, primera hipoteca, pleno dominio del inmueble por el deudor hipotecario, destino o finalidad de los préstamos, etc.) exigidos por la Ley 19/1992 y la normativa del mercado hipotecario a que dicha Ley se refiere. Técnicamente, el tipo de trabajo a desarrollar por el auditor quizá no pueda denominarse auditoría de cuentas anuales, porque el FTH todavía no haya comenzado sus operaciones, pero sin duda este tipo de trabajo se enmarca en lo previsto en los artículos 6 al 9 del Reglamento de Auditoría de Cuentas sobre «Revisión y verificación de otros estados y documentos contables».

EL CONTENIDO Y EL ALCANCE DE LA VERIFICACION DE UN FOLLETO INFORMATIVO DE UN FTH

Tal como ya ha sido expuesto previamente en este artículo, el folleto informativo es el centro o vértice de todo el proceso de verificación y registro de una emisión o de una oferta pública por parte de la CNMV. Si es así en cualquier tipo de emisión, especialmente lo es en el caso de los FTHs, y ello porque, tal como ya hemos visto, tanto el conjunto de información correspondiente a los informes de los expertos independientes como, fundamentalmente, el de documentos acreditativos, no son sólo complejos sino, especialmente en este último caso, voluminosos. Si el objeto de todo folleto informativo es informar a los potenciales inversores de los valores acerca de las características de la inversión que se les propone, en el caso de los FTHs el folleto informativo debe, además, cumplir la función de documento donde resumir y compendiar, en la forma más ordenada posible, la diversa y abundante información repartida en los distintos documentos que forman los otros dos conjuntos informativos. Respecto a otros fines, efectos e implicaciones de la utilización del folleto

informativo, no vamos a extendernos aquí en su pormenorización, dado que este tema ya ha sido objeto de comentario al inicio de este artículo. Por ello vamos a centrarnos en esbozar el contenido de un folleto informativo de un FTH.

Lo primero que debe decirse es que, a la fecha de este artículo, está aún pendiente de aprobación un modelo específico para los FTHs, hallándose habilitada la CNMV para realizar tal desarrollo, de acuerdo con lo previsto en el apartado 1 de la Disposición Final de la Orden Ministerial de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos (*Boletín Oficial del Estado* del día 22 de julio). No obstante, de la aplicación al caso de los FTHs de los modelos incorporados a dicha Orden, podría resultar el siguiente esquema de folleto informativo:

- Capítulo I: Personas que asumen la responsabilidad del contenido del folleto y organismos supervisores del mismo.
- Capítulo II: Información relativa a los valores que se emiten con cargo al Fondo de Titulización.
- Capítulo III: Información de carácter general sobre el Fondo.
- Capítulo IV: Informaciones sobre las características de los activos titulizados a través del Fondo.
- Capítulo V: Información sobre la operativa económico-financiera del Fondo.
- Capítulo VI: Información de carácter general sobre la Sociedad Gestora.
- Capítulo VII: Evolución reciente y perspectivas del mercado hipotecario en general y del mercado de préstamos hipotecarios en particular.

La descripción concreta de los distintos capítulos excedería con mucho el alcance de este artículo; no obstante, vamos a intentar comentar algunos de los contenidos más significativos objeto de información en cada uno de ellos:

Capítulo I: Además de la identificación de las personas responsables de la información contenida en el folleto, debe incluir también la de los auditores de cuentas que hayan revisado y verificado las PHs, así como, en su caso, las posibles salvedades y comentarios más significativos contenidos en el informe de dichos expertos. Adicionalmente, deberá mencionar que la verificación y registro del folleto por parte de la CNMV no supone recomendación ni pronunciamiento alguno sobre la solvencia del Fondo o la calidad de los valores ofrecidos.

Capítulo II: Normalmente es el capítulo más extenso de todos los que integran este tipo de folletos, y en él debe incorporarse toda la información sobre los BTHs. Aunque resulta difícil señalar un tipo de información sobre otra, habida cuenta de que cualquiera de ellas puede ser relevante para un inversor, pueden destacarse las siguientes:

- Identificación del número de valores, nominal de los mismos e importe total de cada una de las series de BTHs que se ofrecen.
- Evaluación del riesgo financiero de cada una de las series de valores emitidos.
- Descripción de la naturaleza de cada una de las series de valores que se emiten, comentándose las diversas implicaciones que sobre el servicio financiero de cada serie produce la obligada vinculación entre el calendario de pagos de los BTHs y el flujo de ingresos y cobros de las PHs, en suma, el riesgo de amortización anticipada, y los riesgos por retrasos en el cobro, por impagados y por fallidos en las PHs. Asimismo, debe mencionarse aquí la prelación de pagos de cada una de las series de BTHs emitidas respecto a los acreedores preferentes del Fondo.
- Cláusulas de interés aplicables a cada serie de BTHs que se emitan, identificando de forma detallada los tipos a aplicar, los plazos de vigencia de éstos, los importes de principal sobre los que se aplican, los procedimientos y la frecuencia de devengo y pago, etcétera.
- Sistema de amortización del principal de los BTHs: precio de reembolso, modalidades de amortización, procedimientos, fechas y publicidad del reembolso; entidades agentes de pago, etcétera.
- Cuadros resumen del servicio financiero de intereses y amortización de principal previsto, incluyendo información sobre la vida media y la duración para cada una de las series de BTHs.
- Mercados secundarios en los que se va a solicitar la admisión de los BTHs y plazos previstos para dicha admisión, así como, en su caso, relación de entidades comprometidas a intervenir en la contratación dando liquidez y contrapartida a los mismos.
- Colectivo de suscriptores a los que se dirigen las series de BTHs y procedimiento completo y detallado del sistema de colocación, aseguramiento y adjudicación de los correspondientes valores: fecha de inicio y período de suscripción; entidades ante las que puede tramitarse dicha suscripción; forma y fecha de desembolso; siste-

ma de adjudicación y, en su caso, reglas de prorrateo; forma y plazo de entrega a los suscriptores de los resguardos o boletines de suscripción, etcétera.

- Régimen fiscal detallado de los BTHs de cara a los inversores, distinguiendo entre suscriptores residentes y no residentes.

- Identificación de las entidades y personas que hayan participado en el diseño y asesoramiento del proceso de constitución del Fondo.

Capítulo III: A partir de este capítulo se inicia la descripción del funcionamiento del Fondo, la identificación de las distintas entidades y personas que van a intervenir en su operativa futura, así como también el alcance de dicha intervención. Este capítulo debe permitir al inversor entender cuáles son los elementos a través de los cuales va a poder seguir la futura vida del Fondo. A este respecto, el capítulo debe contener información, entre otras, acerca de:

- Las funciones y responsabilidades que asume la Sociedad Gestora en la representación legal del Fondo y de los tenedores de los BTHs emitidos a su cargo, y su remuneración por el desempeño de estas funciones.

- Los plazos previstos para la formulación y aprobación de las cuentas anuales y del informe de gestión del Fondo.

- Las obligaciones asumidas y los plazos previstos para la puesta a disposición del público y de los inversores de todas las informaciones periódicas sobre la situación económico-financiera del Fondo, así como de las comunicaciones de los hechos relevantes que sucedan.

- El régimen tributario al que están sujetas las distintas operaciones del Fondo (IVA, Impuesto sobre Sociedades, etcétera).

- Los supuestos de modificación de la escritura de constitución del Fondo, y supuestos de liquidación y extinción del mismo.

Capítulo IV: Si el Capítulo II estaba dedicado a facilitar a los potenciales inversores información sobre los BTHs que se emiten por el Fondo, el capítulo actual está dedicado a proveer de información sobre las PHs adquiridas que actúan como contrapartida financiera principal de dichos BTHs. La información de este capítulo está pensada en términos de facilitar al inversor una caracterización de los activos que se titulizan a través del FTH; a título meramente ilustrativo, entre otros, deben reflejarse los siguientes datos:

- Identificación de las entidades emisoras de las PHs que se agrupan en el Fondo y número e importe global de las mismas, así como descripción de los derechos que, a favor de su tenedor (el Fondo), confieren dichas PHs sobre los correspondientes préstamos hipotecarios que las respaldan.

- Descripción del régimen de administración (incluido su esquema de remuneración) y custodia de los préstamos hipotecarios participados que se agrupan en el Fondo, y de los procedimientos previstos al respecto en caso de amortización anticipada, retrasos e impagos de principal o intereses, fallidos y ejecución hipotecaria.

- Descripción de la cartera de préstamos hipotecarios (número e importes vivos) que respaldan las PHs adquiridas por el Fondo; descripción de los porcentajes de participación sobre principal e intereses de los préstamos que incorporan las PHs, e incorporación, entre otros, de cuadros ilustrativos que muestren el rango de los tipos de interés de dichos préstamos, el rango de sus vencimientos y vidas residuales, el rango de sus importes actuales y de su relación con sus valores de tasación, así como información sobre el tipo de inmuebles a cuya financiación se destinan los préstamos.

Capítulo V: El objetivo de este capítulo es describir, dentro de lo posible, el funcionamiento y la operativa financiera del Fondo. Entre los datos que puede incorporar, podemos destacar los siguientes:

- Descripción de las hipótesis financieras (índices previstos de amortización anticipada, retrasos e impagos y fallidos) utilizadas en el diseño y configuración del balance de flujos de ingresos y gastos del FTH.

- Descripción de las diversas operaciones financieras contratadas por cuenta del Fondo para aumentar su regularidad, neutralizar diferencias de tipos de intereses y, en general, mejorar su calidad crediticia o su riesgo financiero.

- Relación de las distintas reglas de prelación de pagos establecidas en la configuración del FTH.

Capítulo VI: Está dedicado a facilitar datos generales sobre la Sociedad Gestora del FTH, incluyendo información sobre los accionistas más significativos de dicha sociedad y el grupo de empresas al que, en su caso, pertenece.

Capítulo VII: Este capítulo no sería estrictamente necesario en un entorno económico-financiero razonablemente estable de la industria (en este

caso la del mercado de préstamos hipotecarios); y sin embargo, puede llegar a ser muy relevante si dicho entorno muestra signos evidentes de cambio o volatilidad. Así, por ejemplo, en un escenario de descenso de tipos de interés, lo más lógico es pensar que los índices de amortización anticipada de préstamos vivos van a incrementarse a muy corto plazo. En tal circunstancia, entendemos se hace necesario facilitar al inversor algún dato, por sucinto que éste sea, al respecto. Este capítulo está enfocado a facilitar esta información.

Si al paciente lector de este artículo le queda aún tiempo para recapitular lo hasta aquí expuesto acerca del contenido del folleto informativo de un FTH, podrá observar que, salvando el Capítulo I, que cumple las funciones de introducción al resto del folleto, la información se halla ordenada de mayor a menor interés para el inversor. Ello no quiere decir que los últimos capítulos sean necesariamente menos importantes que los primeros para la correcta apreciación de la naturaleza y características de la inversión que se le propone al inversor. Lo cierto es que la estructura del folleto se halla dispuesta de forma tal que (salvando el Capítulo I) la información que primero aparece sea la que más le atañea directamente. Así, al Capítulo II: rendimiento de los valores, plazo de amortización de los mismos, procedimiento de suscripción, etc., le siguen las informaciones que va a poder recibir el inversor de la situación financiera futura del Fondo (Capítulo III), y así sucesivamente.

Si por ventura y amabilidad el lector ha llegado a realizar la recapitulación a que nos hemos referido en el párrafo precedente, habrá notado que no ha sido comentado el alcance de la verificación de la CNMV sobre el contenido del folleto. Si el lector no la ha adivinado aún, digamos que esta verificación es del mismo tipo que la anteriormente descrita al comentar el conjunto de los documentos acreditativos, con la diferencia que ahora las consideraciones de carácter económico y financiero priman mayoritariamente en el análisis del contenido de cada uno de los desgloses informativos reflejados en el folleto.

NOTAS

(1) Están eximidas de verificación y registro de folleto informativo las emisiones en las que:

– Los valores emitidos estén dirigidos exclusivamente a inversores institucionales, tales como Fondos de Pensiones, Instituciones de Inversión Colectiva o Entidades Aseguradoras, Entidades de Crédito o Sociedades de Valores.

– Los valores emitidos estén destinados a ser colocados entre un número de emisores inferior a 50, o cuyo importe total sea inferior a 500 millones de pesetas.

– Los valores emitidos tengan un importe unitario superior a 25.000.000 de pesetas.

(2) El apartado 4 del artículo quinto de la Ley 19/1992 exige que los préstamos hipotecarios que amparan las participaciones hipotecarias que se agrupan en un FTH reúnan las condiciones previstas en la sección 2.^a de la Ley 2/81, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario. Dichas condiciones se hallan detalladas en el Reglamento del Mercado Hipotecario (RD 685/82, modificado por el RD 1289/91).