

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL



## TITULIZACION DE ACTIVOS FINANCIEROS

OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, antes «Suplementos sobre el Sistema Financiero» de *Papeles de Economía Española*.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

\* \* \*

**P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).**

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.  
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.  
Teléfonos: 350 44 00/02.

**PERSPECTIVAS**  
**SISTEMA <sup>del</sup> FINANCIERO**

44

---

1993

# FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

## PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA ( <i>Presidente</i> )	DIEGO FUENTES TALAVERA
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA	JESUS MUZAS RUBIO
( <i>Presidente de Honor de la CECA</i> )	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
MARIANO NAVARRO RUBIO	MARTIN OLLER SOLER
( <i>Presidente de Honor de la Fundación FIES</i> )	GERMAN PEREZ OLLAURI
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	JOSE MIGUEL USEROS SERRANO
LUIS CORONEL DE PALMA	CARLOS VELASCO GARRIDO
FRANCISCO FERNANDEZ-JARDON	AVELINO VILA OTERO

## CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA ( <i>Director</i> )	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES ( <i>Redactor-Jefe</i> )
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

### Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

### Portada

Bravo-Lofish

### Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social  
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros  
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

### Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.  
Virtudes, 7. 28010 Madrid

Depósito legal: M. 7.461.—1993  
ISSN: 1132-9564

## SUMARIO

- Introducción. **5**
- Marco legal de la titulación de activos financieros en España. *Agustín Madrid Parra*. **7**
- Problemas jurídicos planteados por la titulación de préstamos hipotecarios. *Juan Guitard Marín*. **41**
- La titulación y el mercado de crédito hipotecario. *Xavier Freixas*. **53**
- Problemas y soluciones técnicas del proceso de conversión de flujos financieros derivados de la titulación de préstamos hipotecarios. *Guillermo Kessler Sáiz y José Luis del Río Galán*. **60**
- La mejora crediticia. *Ángel Almoquera*. **67**
- El proceso de verificación y registro de un Fondo de Titulación Hipotecaria. *Rafael Sánchez de la Peña*. **91**
- Contabilidad de los Fondos de Titulación Hipotecaria. *Miguel Ángel Martín Aguado y Juan Luis Díez Calleja*. **101**
- Problemática de la titulación de activos en la imposición directa. *Eduardo Ramírez Medina*. **106**
- El régimen de la titulación de activos financieros en la imposición indirecta. *Juan Zornoza Pérez*. **119**

## APENDICE LEGISLATIVO

- Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulación Hipotecaria (BOE de 14 de julio). **131**
- Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario (BOE de 15 de abril). **133**
- Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario (BOE de 7 de abril). **138**
- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (BOE de 27 de diciembre). **154**
- Real Decreto 1.393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (BOE de 16 de noviembre). **170**
- Orden de 24 de septiembre de 1993 sobre Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria (BOE de 5 de octubre). **201**
- Respuesta de la Dirección General de Tributos a la consulta sobre retención de intereses de cuentas bancarias percibidos por el Fondo de Titulación Hipotecaria (30 de marzo de 1993). **209**
- Informe de la Dirección General de Tributos sobre tributación de los Fondos de Titulación Hipotecaria (8 de julio de 1993). **210**

## OPINIONES

- «Titulación», el principio de un largo camino. *Jesús Rivasés*, Redactor-Jefe de la revista *Tiempo*. **217**
- Gregorio Mayayo Chueca*, Presidente de la Asociación Hipotecaria. **219**
- Juan de la Mota Gómez-Acebo*, Consejero Delegado de Iberating. **223**
- Carlos Egea Krauel*, Director General de la Caja de Ahorros de Murcia. **226**
- Juan Vicente Tello Calvo*, Consejero de CECA, TINSA y Ahorro Hipotecario. **228**
- Juan José Toribio*, Presidente de Caixa Bank Monaco y de Inverbán, SVB, S. A. **230**



## INTRODUCCION

Uno de los propósitos declarados de la publicación PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO es brindar información fiable y rigurosa sobre las novedades más destacadas que se vayan produciendo en la evolución del sistema financiero, en sus mercados, en sus instituciones y en los productos que las entidades operantes ofrecen a su clientela.

Por sí sola sería ésta justificación suficiente para abordar el análisis de la llamada titulación de activos, y más concretamente, de los créditos hipotecarios, que regula por primera vez la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulación hipotecaria.

¿En qué consiste esta operación? La propia Exposición de Motivos de la Ley 19/1992 la define indirectamente al referirse a los Fondos como «agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria», que «transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito». El esquema de funcionamiento supone, pues, la presencia de una pluralidad de entidades: las entidades que han concedido préstamos hipotecarios a sus clientes, que habrán de emitir las correspondientes participaciones hipotecarias que pasarán a integrarse en los Fondos de Titulación y con cargo al cual se procederá a emitir los correspondientes valores —todavía no bautizados por el Gobierno con nombre específico pero a los que ya se denomina «coparticipaciones» o «bonos de titulación hipotecaria»—. La constitución, administración y representación de los Fondos estará a cargo de las correspondientes «Sociedades Gestoras de Fondos de Titulación Hipotecaria». Por último, el mercado de los «bonos de tituli-

zación» o «coparticipaciones» se diseña para dirigirse a las instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones y empresas de seguros como adquirentes típicos del producto que ofrecen.

La simple y esquemática descripción anterior no deja de poner de manifiesto que la operación de titulación conlleva un importante grado de complejidad tanto desde un punto de vista jurídico como desde la perspectiva económica. Por ello, ha parecido que su tratamiento tenía que producirse en un doble ámbito. Para ello se ha contado, en lo que a la esfera jurídica se refiere, con las colaboraciones de **Agustín Madrid Parra**, Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Pública de Navarra, que es, sin duda alguna, uno de los más cualificados especialistas españoles en las cuestiones que suscita el funcionamiento del mercado hipotecario, y de **Juan Guitard Marín**, cuyas actividades profesionales le sitúan en un lugar privilegiado para conocer los problemas jurídicos que plantea la titulación de los préstamos hipotecarios.

La perspectiva económica queda reflejada en tres trabajos: el de **Xavier Freixas**, que ha sabido compendiar en un breve pero enjundioso artículo las principales cuestiones que plantea el proceso de titulación y sus efectos. El de **Guillermo Kessler Saiz** y **José Luis del Río Galán**, que se preocupan básicamente de exponer las soluciones técnicas existentes para coordinar el proceso de conversión de flujos financieros procedentes de los préstamos hipotecarios para canalizar los pagos a los suscriptores de los bonos de titulación. Y el amplio artículo de **Angel Almoguera**, en el que se pasa revista al conjunto de medios que pueden articularse para mejorar el crédito, la calidad de los créditos hipotecarios, de forma tal que el proceso de titulación no sea sólo un procedimiento «industrial» de transformación, sino que también sirva para asegurar a los suscriptores una mayor certeza en el cobro de las cantidades que es el objeto de su inversión financiera.

Dos aspectos más han sido tratados en este número. Por una parte, **Rafael Sánchez de la Peña** avanza una importante información respecto del posible contenido de los folletos de emisión, como vértice del proceso de verificación y registro de una emisión, todavía pendientes de regulación mediante la oportuna Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Por otra, **Miguel Angel Martín y Juan Luis Díez Calleja** también intentan adelantarse a las normas que habrán de regular la contabilización de los fondos y realizan una primera aproximación a los problemas que, en este ámbito, podrán suscitarse.

Por último, **Eduardo Ramírez Medina**, Subdirector General de Tributación de Operaciones Financieras, y **Juan Zornoza**, Catedrático de Derecho Financiero de la Universidad Carlos III, abordan los aspectos fiscales en los ámbitos, respectivamente, de la imposición directa e indirecta.

Este importante conjunto de colaboraciones se completa, como es habitual en *PERSPECTIVAS*, con un conjunto de opiniones sobre los que hemos considerado problemas básicos de la titulación hipotecaria, y con un Apéndice que recoge una selección legislativa.

Las opiniones de **Gregorio Mayayo, Juan de la Mota, Carlos Egea, Juan Vicente Tello y Juan José Toribio** han sido recogidas, ordenadas y comentadas por **Jesús Rivasés**, y permitirán a nuestros lectores contar con una visión más amplia que colabore a que puedan formarse su propio criterio.

Por último, el Apéndice legislativo trata de hacer más accesible a los profesionales el conjunto de normas que regulan la materia objeto de este número, recopilándolas y actualizándolas. Se incluyen, asimismo, el informe y la resolución a la única consulta planteada hasta el momento en punto a régimen fiscal.



# 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.<sup>a</sup>, 1, Ley 14/1985, de 29 de mayo) o una sociedad o agencia de valores (disposición adicional 3.<sup>a</sup> 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 inscrip-

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 emitidas<sup>4</sup> (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 otorguen 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 podrán 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 título 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); ORTI 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, pág. 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, pág. 6.723.

Sobre la deslegalización indicada llevada a cabo por el Real Decreto-Ley 3/1993, vid. GUITARD MARIN, 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, pág. 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, pág. 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, pág. 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.

## BIBLIOGRAFÍA

- 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 MARIN, 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.<sup>º</sup> 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, pág. 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.

# PROBLEMAS JURIDICOS PLANTEADOS POR LA TITULIZACION DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS

Juan GUITARD MARIN

## I. INTRODUCCION

### 1. Objeto del trabajo

El objeto del presente trabajo es hacer un estudio general de las principales cuestiones jurídicas que plantean los Fondos de Titulización Hipotecaria a que se refiere el artículo 5 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria (en adelante, Ley 19/1992).

Si bien es cierto que el número de tales cuestiones es realmente extenso y que el análisis de las mismas podría hacerse enormemente prolijo, he intentado una agrupación general y esquemática de los grandes temas que se suscitan en relación con los citados Fondos, procurando desarrollar para cada uno de ellos una exposición breve y, en lo posible, sencilla. Es importante, como última aclaración previa, advertir que no son aquí tratadas algunas cuestiones (como las de carácter jurídico-fiscal o las relativas al folleto informativo a tramitar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores) abordadas por otros trabajos en este mismo volumen.

Hechas las anteriores aclaraciones, conviene ante todo señalar que la normativa básica a tener en cuenta al analizar la problemática jurídica de los Fondos de Titulización Hipotecaria viene constituida por la ya citada Ley 19/92; por la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario (en adelante, Ley 2/81), y por el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo (en adelante, R. D. 685/82), incluso cuando se aluda a preceptos modificados por el que inmediatamente se cita), que desarrolla dicha última Ley y ha sido modificado por el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto (en adelante, R. D. 1289/1991). Es también de gran importancia la Circular 4/91 (modificada por la 7/91) del Banco de España.

### 2. Descripción jurídica de los Fondos de Titulización Hipotecaria

Pasando, pues, en primer lugar, a una descripción jurídica de los Fondos, señala al respecto el número 1 del artículo 5 de la Ley 19/1992 que los mismos son «agrupaciones de participaciones hipotecarias» y constituirán «patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica que... estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que se agrupan, y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo». Ya que el Fondo no tiene personalidad jurídica, su administración y representación legal corresponde a la Sociedad Gestora que lo cree (número 2 del citado artículo 5).

El Fondo se constituye adquiriendo (mediante la suscripción de las participaciones agrupadas) el derecho a obtener en el tiempo un conjunto de pagos procedentes de los préstamos hipotecarios participados y, en el mismo acto, emite valores (iguales todos entre sí o pertenecientes a diferentes emisiones) que darán a sus titulares el derecho a percibir del Fondo otros flujos financieros. De esta forma, los valores que constituyen el pasivo del Fondo tienen su respaldo financiero en las participaciones que constituyen su activo, si bien los flujos financieros a que dan derecho las últimas no coinciden con los que han de satisfacerse a los primeros. Así pues, el Fondo (a través de su Sociedad Gestora) realiza una función de transformación financiera de tales flujos, pudiendo (números 1 y 8 del artículo 5 de la Ley 19/1992) concertar las operaciones precisas para realizar dicha transformación, asegurar los pagos debidos a los valores o hacerlos más regulares.

Partiendo de la anterior descripción básica, la problemática jurídica de los Fondos de Titulización Hipotecaria puede analizarse diferenciando las

cuestiones que se plantean en el momento de constitución del Fondo, emisión y suscripción de las participaciones y emisión de los valores por aquél, por un lado, y de las que corresponden al posterior funcionamiento del Fondo hasta su liquidación, por otro.

## II. PROBLEMÁTICA SUSCITADA EN EL MOMENTO DE LA CONSTITUCIÓN DEL FONDO

### 1. Emisión y suscripción de las participaciones agrupadas en el Fondo

#### a) Régimen jurídico básico de la participación hipotecaria

El instrumento jurídico a través del cual el Fondo de Titulización Hipotecaria obtiene los flujos financieros procedentes de los préstamos hipotecarios es la participación hipotecaria, ya regulada en la Ley 2/81 y en el R. D. 685/82, pero que no pasó a ser realmente utilizada como instrumento de cesión de créditos hipotecarios en el mercado financiero hasta la modificación introducida en dicha última norma por el R. D. 1289/1991 y la entrada en vigor de la Circular 4/91 (modificada por la 7/91) del Banco de España.

De acuerdo con lo señalado en los artículos 15 de la Ley 2/81 y 61, número uno, del R. D. 685/82, las entidades que, conforme a la normativa reguladora del mercado hipotecario, puedan otorgar préstamos hipotecarios en los términos previstos en dicha normativa «podrán hacer participar a terceros en los créditos hipotecarios de su cartera mediante la emisión de participaciones hipotecarias...». Añaden los números dos y tres del citado artículo 61 que cada participación «se referirá... a un determinado crédito hipotecario», «confiere a su titular los derechos que se establecen en la Ley y los que se expresen en aquélla» y determina la obligación del emisor de la participación de abonar a los partícipes «el porcentaje que les corresponda de lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses, de acuerdo con las condiciones de emisión».

A tenor de dichos preceptos, no cabe duda de que la participación hipotecaria se configura como un valor con régimen jurídico propio, típico y específico, pero no parece haber tampoco duda acerca de que, en definitiva, constituye un supuesto de cesión de crédito, institución jurídica cuyo régimen

general viene establecido en los artículos 1.526 a 1.536 del Código Civil y 347 y 348 del Código de Comercio. Partiendo de tal consideración se estima oportuno precisar, en primer lugar, en qué medida dicho régimen general de la cesión de créditos incide sobre el específico de las participaciones hipotecarias y, una vez aclarado dicho extremo general, hacer referencia a varias cuestiones jurídicas propias del instituto de la cesión de créditos con la finalidad de determinar su concreta configuración para las participaciones.

Es necesario, por tanto y ante todo, aclarar cuál de los citados conjuntos de preceptos (el del Código Civil o el del Código de Comercio) es de aplicación preferente al otro, toda vez que se dan notables diferencias entre ambos.

A mi juicio, la cuestión debe decidirse a favor del Código de Comercio, ya que, a tenor de los artículos 2 y 311 de dicho Código, los préstamos hipotecarios otorgados por una entidad de crédito deben reputarse mercantiles. Así pues, el régimen jurídico de las participaciones hipotecarias será el que resulte, en primer lugar, de la normativa específica imperativa recogida en las disposiciones mencionadas en la introducción; en segundo término, de las condiciones establecidas en la emisión de las participaciones en cuanto no se opongan a normas imperativas; en tercer lugar, y si no hubiera regla establecida por las dos fuentes anteriores, de las disposiciones generales sobre cesión de créditos contenidas en el Código de Comercio; y, por último, en cuanto sean precisos para llenar lagunas y no se opongan a las normas anteriores, de los preceptos sobre cesión de créditos recogidos en el Código Civil.

Sentado lo anterior, pueden ya abordarse algunas cuestiones más concretas, como son las siguientes:

#### (I) Responsabilidad del cedente

- El régimen general prevé para el caso de buena fe la responsabilidad del cedente ante el cesionario por la existencia y legitimidad del crédito, pero no así por la solvencia del deudor, salvo que se hubiera pactado lo contrario (artículo 348 del Código de Comercio y, en los términos de subsidiariedad indicados, artículo 1.529 del Código Civil).

Tratándose de las participaciones hipotecarias, el régimen de responsabilidad del emisor (cedente) tiene una regulación propia basada en la incidencia que sobre la caracterización de las mismas

produce la normativa de supervisión prudencial y recursos propios de las entidades de crédito (y, entre ellas, de las que, como bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sociedades de crédito hipotecario, pueden emitir participaciones hipotecarias). En efecto, los créditos hipotecarios, como cualquiera otra operación del activo de las entidades de crédito, da lugar a la necesaria cobertura de un coeficiente de recursos propios como medida de garantía de la solvencia de tales entidades en relación con los riesgos asumidos. La participación hipotecaria implica, sin embargo, la cesión de parte de un préstamo hipotecario y, por tanto, del riesgo que el mismo conlleva, lo que ha de permitir el levantamiento del requisito de recursos propios por la parte cedida. Ahora bien, con la finalidad de asegurar que el riesgo cedido no pueda en modo alguno volver a recaer sobre el cedente, la normativa aplicable impone requisitos rigurosos de desvinculación y no responsabilidad del mismo. Así, el número tres del artículo 62 del R. D. 685/82 previene 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 del 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».

En sentido análogo se pronuncia la mencionada Circular 4/91 del Banco de España.

Es indudable, por tanto, y aunque la expresión de la primera norma citada («garantizar el buen fin de la operación») no es jurídicamente precisa, que, en el caso considerado, el emisor no asume responsabilidad alguna por la solvencia del deudor, evitando así mantener tal riesgo en su balance.

Cabe plantearse, sin embargo, si, a tenor de los preceptos citados y para la consecución del objetivo previsto en el mismo (no cómputo como activo de riesgo), el emisor puede responder de la existencia del crédito y de la personalidad con que hizo la cesión, conceptos que aluden evidentemente a la adecuación fáctica y jurídica del crédito y a la condición de legitimación para la cesión, pero no a la capacidad del deudor para su devolución. En relación con esta cuestión, es lo cierto que en la configuración práctica que se viene haciendo de los Fondos de Titulización Hipotecaria el emisor de las participaciones hace una larga serie de declaraciones sobre las características de los préstamos participados (objeto de la cesión

producida a través de la participación), entre las que se incluyen, desde luego, las relativas a la existencia, constitución y vigencia jurídicamente adecuadas de dichos préstamos y, a la legítima titularidad del emisor, haciéndose éste responsable de tales declaraciones.

Esta práctica se corresponde, a mi juicio, con una adecuada comprensión de las disposiciones que se comentan. En efecto, cabe entender que el Fondo y los titulares de los valores emitidos por él deberán, en el caso de que el emisor pretenda excluir dicho riesgo de su patrimonio, asumir las consecuencias de la insolvencia y de la falta de pago del deudor hipotecario, puesto que en otro caso dicho emisor estaría garantizando el buen fin de la operación. Pero, ya que pasan a ser titulares del derecho a percibir (de forma inmediata el Fondo y mediata los inversores) flujos financieros procedentes de tales préstamos, exigen que la caracterización de los mismos se corresponda con la declarada. Tales declaraciones, por lo demás, van más allá de las vinculadas a la existencia del crédito y la legítima condición del emisor, refiriéndose a cuestiones tales como el cumplimiento de los requisitos establecidos para los préstamos en la normativa del mercado hipotecario, la no existencia histórica de morosos e impagados en la cartera anticipada, la situación de los bienes hipotecados en el territorio nacional y muchas otras. Todas ellas constituyen base sobre la que asentar un juicio de seguridad de los pagos, sirven para la obtención de la calificación (*rating*) adecuada y son el fundamento de la decisión de constitución del Fondo por la Sociedad Gestora. Sin embargo, la asunción de responsabilidad por ellas no implica garantía por la solvencia del deudor.

- Por otro lado, debe también destacarse que cada participación se refiere a un determinado crédito y es suscrita singularmente. De esta forma se produce la cesión de cada crédito individualmente y no, por tanto, una cesión en globo, que daría lugar, según lo previsto en el artículo 1.532 del Código Civil (precepto este que se aplicaría como último sustrato del régimen general a falta de otra regla), a una responsabilidad también global.

## (II) Forma de la cesión

- Como también se ha dicho anteriormente, la participación hipotecaria, aun implicando una cesión parcial del crédito hipotecario, constituye un valor con régimen jurídico propio aplicable con carácter específico y, por tanto, preferente al pre-

visto en la regulación general de la cesión de créditos.

Así, pues, no son de aplicación (salvo lo que luego se dirá) a la cesión del crédito hipotecario insito en la participación hipotecaria los preceptos generales sobre cesión del crédito hipotecario previstos en los artículos 154 y 155 de la Ley Hipotecaria de 8 de febrero de 1946, que exigen con carácter general (y sin perjuicio de las disposiciones relativas a títulos endosables o al portador) el otorgamiento de escritura pública, su inscripción en el Registro de la Propiedad y la notificación al deudor o deudores.

Por el contrario, en el caso de las participaciones y siempre que (como en el caso de los Fondos de Titulización) sean suscritas por inversores institucionales y profesionales (el Fondo puede considerarse tal, aunque cabrían dudas en el caso de que los inversores en los valores emitidos por él no fueran, a su vez, inversores institucionales o profesionales), no será necesaria la inscripción de la correspondiente escritura de emisión en el Registro de la Propiedad (art. 64.1, seis, segundo párrafo, del R. D. 685/1982).

- Por último, conviene destacar que la normativa específica no prevé notificación al deudor hipotecario, sin que tampoco en la práctica de los Fondos se esté produciendo la misma. Tal notificación no es, desde luego, requisito de validez de la cesión en el régimen común (art. 347 del Código de Comercio), pero sí de oponibilidad al deudor. La ausencia de notificaciones en la práctica obedece a varias razones. Así, además de la enorme carga que ello supondría, dicha ausencia tiene su justificación en la función de administración y gestión de los préstamos que corresponde al emisor, en las especiales garantías propias de los esquemas de los Fondos y en la vinculación de los pagos recibidos del deudor al pago de lo debido a las participaciones, lo que hace enormemente improbable la posibilidad de que la falta de notificación al deudor perjudique al Fondo o a los titulares de los valores emitidos por él. Así, pues, las previsiones de liberación del pago hecho por el deudor al acreedor original (art. 347 del Código de Comercio y, por ser del mismo sentido, el artículo 1.527 del Código Civil) en tanto no se le haya notificado la cesión no parecen poder perturbar gravemente el funcionamiento de los Fondos.

### (III) Cesión de crédito y cesión de contrato

La cesión producida a través de la participación es una cesión de crédito y no una cesión de contra-

to, sin que a ello obste el conjunto amplio de facultades que se otorga al titular de las participaciones en la normativa vigente (en especial, arts. 65 y 66 del R. D. 685/82) ni la extensa configuración que pueda darse a la cesión en las condiciones de emisión (por ejemplo, incluyendo la de todos los derechos, facultades, acciones y privilegios accesorios o complementarios). No cabe olvidar al respecto que el ordenamiento (número tres del art. 61 del R. D. 685/82) preceptúa que «el emisor conservará la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo...».

Así, pues, y aun en el caso de admitirse la extendida postura doctrinal según la cual la cesión de contrato, a diferencia de la cesión de crédito, exige consentimiento del deudor, no sería éste el caso, ya que, entendida la cesión de contrato como traslado de la total posición jurídica ostentada en el mismo, no se da tal en la participación hipotecaria.

### b) *Derechos, negocios jurídicos o actos jurídicos vinculados al préstamo participativo*

De acuerdo con su configuración práctica común (y aun en ocasiones —como ocurre para el seguro de daños, art. 30 del R. D. 685/82— por exigencia normativa), los préstamos hipotecarios suelen ir escoltados por otros negocios jurídicos destinados a proteger su contenido económico de una u otra forma. Por otro lado, existen ciertos negocios o actos jurídicos que puedan afectar de forma muy relevante a los préstamos participados. Toda vez, sin embargo, que la participación otorga a su suscriptor el derecho a participar en el correspondiente préstamo, debe también articularse la transmisión de tales derechos de forma que el contenido económico del derecho del Fondo en virtud de la participación no sea de peor calidad que el del préstamo participativo.

Existen varios supuestos en que se produce la citada influencia de actos o negocios jurídicos ajenos al préstamo hipotecario, pero vinculados al mismo, teniendo su diversa configuración jurídica efectos también distintos. Como casos más destacados pueden citarse los siguientes:

### (I) Seguro de daños en protección del bien hipotecado

El contrato de seguro de daños que protege el bien asegurado (exigido, como ya se dijo, por el artículo 30 del R. D. 685/82) da lugar, caso de pro-

ducirse un siniestro, al abono de la correspondiente indemnización.

En relación con la misma, la situación del acreedor con garantía hipotecaria sobre el bien asegurado puede corresponder a dos posiciones distintas:

- En primer lugar, cabe que la posición sea pura y simplemente la de tal acreedor hipotecario. En este caso, son preceptos relevantes los contenidos en los artículos 109 de la Ley Hipotecaria, 1.877 del Código Civil y 40 de la Ley del Contrato de Seguro (Ley 50/1980, de 8 de octubre).

De acuerdo con el primero de ellos, «la hipoteca se extiende a las accesiones naturales, a las mejoras y al importe de las indemnizaciones concedidas o debidas al propietario por razón de los bienes hipotecados», pronunciándose en términos muy análogos el artículo 1.877 del Código Civil.

Por su parte, el primer párrafo del artículo 40 de la Ley del Contrato de Seguro señala que «el derecho de los acreedores hipotecarios, pignoratícios o privilegiados sobre bienes especialmente afectos se extenderá a las indemnizaciones que correspondan al propietario por razón de los bienes hipotecados, pignorados o afectados del privilegio, si el siniestro acaeciese después de la constitución de la garantía real o del nacimiento del privilegio», estableciendo después ciertas reglas vinculadas con tal extensión de garantía que, sin perjuicio de su importancia, no son aquí comentadas.

Parece claro, por tanto, que en el caso ahora considerado se da una sustitución del objeto de la garantía del préstamo, lo que (sin perjuicio de los problemas derivados de la inadecuación técnica que produce la propia sustitución como objeto de la hipoteca de un bien inmueble por otro que no lo es) implica:

— Que el acreedor ve sustituido el objeto de su garantía pasando ésta a recaer sobre una cantidad en metálico (y, entiendo, sobre el derecho a cobrarla), pero tal cantidad no se aplica sin más al pago de principal e intereses del préstamo hasta el vencimiento de los mismos y sin perjuicio de los acuerdos entre las partes.

— Que, al implicar la cesión del préstamo hipotecario a través de la participación la cesión de garantía hipotecaria, no es necesario un negocio jurídico distinto para prever la extensión del derecho del Fondo derivado de la participación al nuevo objeto de la garantía.

- Cabe, en segundo lugar, que el emisor de las participaciones tenga, además de la protección

legal ya enunciada, la condición bien de beneficiario, bien de cesionario de contrato de seguro, según lo previsto en los artículos 8 y 99 de la Ley del Contrato de Seguro. Supuesto el cumplimiento de los requisitos formales necesarios, el asegurador deberá hacer el pago al beneficiario o cesionario.

Sin embargo, el traslado de tal derecho al Fondo plantea algunas dificultades, toda vez que la sustitución del beneficiario y la designación del cesionario son facultad del tomador del seguro.

Así las cosas, se suscitan varias dudas acerca de cómo traspasar el contenido económico de los derechos del beneficiario o cesionario al Fondo. Por un lado, podría plantearse que los derechos del beneficiario o cesionario del contrato de seguro sobre el bien hipotecado son accesorios del derecho básico de crédito hipotecario, en cuyo caso el traspaso podría ampararse en la misma participación como cesión de crédito, buscando apoyo en el artículo 1.528 del Código Civil. Por otro, sin embargo, es al menos incierta la posibilidad de que (ya al amparo de dicho precepto, ya en virtud de pacto expreso) la condición de beneficiario o cesionario sea transmisible en forma distinta a la prevista en la Ley del Contrato de Seguro. En consecuencia, entiendo que, a falta de intervención del tomador, el emisor debe constituir a favor del Fondo, en virtud de un negocio distinto de la suscripción de la participación, el derecho a percibir las cantidades que aquél cobre como beneficiario o cesionario. Todo ello, por supuesto, salvo que en la configuración del préstamo y del contrato de seguro se haya previsto expresamente que el pago de la indemnización al acreedor hipotecario beneficiario o cesionario constituye amortización o pago de principal del préstamo, en cuyo caso la cesión de las cantidades a percibir se produce por la cesión misma del préstamo a través de la participación.

- Independientemente de lo anterior, las posibles circunstancias que puedan determinar la resolución o ineficacia del contrato de seguro (la propia falta de pago de las primas, la no comunicación a la entidad aseguradora de hechos que agravan el riesgo, la falta de comunicación en tiempo del siniestro...) han de ser tenidas en cuenta al regular la transmisión al Fondo de los derechos del emisor derivados de dicho contrato.

## (II) Seguro sobre la vida del deudor hipotecario

Por lo que toca a los seguros sobre la vida del deudor hipotecario vinculados al crédito, pueden corresponder, básicamente, a dos categorías:

- Por un lado, la de seguro para el caso de fallecimiento, previéndose el abono de una indemnización en tal supuesto y pudiendo ser el emisor de las participaciones bien beneficiario, bien cesionario del contrato. En este caso será de aplicación lo dicho anteriormente para el seguro de daños, debiendo tenerse en cuenta la especial regulación contenida en los artículos 84 al 88 de la Ley del Contrato de Seguro.

- Por otra parte, es también frecuente el seguro en virtud del cual, en el caso de fallecimiento del deudor hipotecario, la entidad aseguradora abonará al acreedor las cantidades necesarias para amortizar el préstamo hipotecario, valiendo, por tanto, la cesión del mismo a través de la participación.

### (III) Expropiación forzosa

En lo que atañe a este supuesto, baste con recordar lo previsto en los artículos 109 y 1.877 del Código Civil, citados anteriormente.

## 2. Constitución del Fondo de Titulización Hipotecaria

Establece el número 1 del artículo sexto de la Ley 19/92 que «la constitución de los Fondos de Titulización Hipotecaria se llevará a cabo por sociedades gestoras especializadas, denominadas precisamente “Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria”», previendo el número 2 del artículo 5 de dicha Ley que «la constitución se formalizará en escritura pública», que no será inscrita en el Registro Mercantil (número 3 del propio artículo 5).

Dejando a un lado el contenido de la escritura de constitución (descrito en el número 2 del artículo 5 de la Ley 19/1992, y que no plantea especial complejidad —salvo lo que luego se dirá—), la constitución de los Fondos suscita también varias cuestiones de interés que se abordan a continuación:

### a) *Momento de la constitución*

La cuestión del momento de constitución del Fondo es más teórica que real. En efecto, en el primero de los planos señalados se plantea cuál ha de ser el orden de los negocios jurídicos de

emisión de las participaciones hipotecarias, suscripción de las mismas y constitución del Fondo. Así, por un lado, y como ya se ha indicado anteriormente, el Fondo es una agrupación de participaciones hipotecarias y, por tanto, no puede existir hasta que no existan las participaciones a agrupar. Por otro lado, sin embargo, las participaciones son suscritas por el Fondo, de tal manera que la existencia del Fondo no puede ser posterior a la suscripción de las participaciones.

De todo ello resulta la conclusión de que el negocio jurídico de emisión de las participaciones es previo (aunque sólo sea conceptualmente) a la constitución del Fondo y de que éste se constituye como tal en el instante en que la Sociedad Gestora suscribe en su representación las participaciones hipotecarias ya emitidas.

En la práctica, los tres negocios se producen simultáneamente en un solo acto, el de otorgamiento de la escritura de constitución.

### b) *Carencia de personalidad jurídica*

Uno de los elementos más relevantes jurídicamente de los Fondos de Titulización Hipotecaria es el de su configuración legal como patrimonio separado y cerrado carente de personalidad jurídica.

Si bien no aparece muy clara la razón por la cual la Ley opta por tal solución, quizá pueda encontrarse la misma en la intención de no abordar en una norma de carácter tan específico un problema jurídico complejo y propio de una regulación mucho más genérica, como es el relativo a las modalidades de la personalidad jurídica y la posibilidad de dotar de la misma a realidades no reconducibles a los tradicionales conceptos de agrupación de personas (persona jurídica asociativa) o patrimonio afecto a un fin (persona jurídica de base fundacional).

Sea como fuere, es lo cierto que la exclusión de la personalidad jurídica se da también en otras instituciones plenamente operativas en el mercado financiero como los Fondos de Inversión Mobiliaria, teniendo en este caso, incluso, acceso al Registro Mercantil.

Ello no obstante es de destacar, por un lado, que, careciendo el Fondo de personalidad jurídica y, por tanto, de órganos propios de decisión y actuación, su administración y representación legal es otorgada por la Ley, según se dijo, a la Sociedad Gestora.



Por último, se estima necesaria una consideración relativa al posible supuesto de responsabilidad extracontractual del Fondo. En efecto, aun careciendo el mismo de personalidad jurídica, actúa en el tráfico jurídico por medio de su representante legal: la Sociedad Gestora. Así las cosas, es perfectamente posible que una actuación de ésta (por ejemplo, en el seguimiento de acciones ejecutivas contra el emisor o terceros) dé lugar a reclamación de daños y perjuicios. En tal caso, estimo que la responsabilidad afectará o no al Fondo en función del carácter excesivo o no de la actuación de la Sociedad Gestora en relación con las facultades que tiene atribuidas, si bien es poco imaginable una actuación dentro de las funciones atribuidas por Ley que, realizada con el cuidado y la diligencia adecuadas, puedan dar lugar a una reclamación de daños contra el Fondo con posibilidades de éxito.

### c) Estructura financiera del Fondo

Como ya se ha indicado con anterioridad, el Fondo, de acuerdo con el artículo 5, número 1, de la Ley 19/92, estará constituido, en cuanto al activo, por las participaciones hipotecarias, y en cuanto al pasivo, por los valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo.

Por su parte, el número 6 del mismo artículo 5 previene que «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».

El tenor de estos preceptos determina que se hayan suscitado dudas acerca de si los valores

que han de constituir el pasivo del Fondo pueden configurarse sin recoger derecho a un tipo de interés dado y, por tanto, no como valores típicos de renta fija, sino vinculados a la evolución del Fondo. Si bien la normativa vigente no facilita una respuesta clara y tajante a esta cuestión, me permito pensar que la posibilidad de que el Fondo emita valores cuya retribución y amortización esté ligada a su propia evolución debe ser admitida para los de carácter subordinado que actúan como garantía de los principales. Y ello no sólo por una adecuada comprensión de la estructura financiera de los Fondos, sino además por lo que resulta del tenor de varios preceptos entre los transcritos (en particular, el número 1 del artículo 5 de la Ley 19/1992 citado —«valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor del patrimonio neto del Fondo sea nulo»—).

Por otro lado y según se ha dicho más arriba, la Sociedad Gestora puede concertar por cuenta del Fondo operaciones destinadas a realizar la transformación de flujos financieros, asegurar los pagos debidos a los valores y hacerlos más regulares. Este tipo de operaciones pueden, a su vez, aportar un gran número de nuevas y complejas cuestiones jurídicas a la configuración de los Fondos. No es posible, sin embargo, hacer una exposición general de los mismos, toda vez que su identidad y características pueden variar enormemente según los de la cartera de préstamos participados y los de los valores que se pretenda emitir. En cualquier caso, puede apuntarse que las operaciones más comunes consisten en permutas financieras (*swaps*) destinadas a convertir flujos a tipo de interés variable en fijo; constitución de fondos de reserva en el propio Fondo, mediante la acumulación de cantidades sobrantes que se reservan para los pagos debidos a la emisión principal en perjuicio de otros pagos (por ejemplo, los debidos a las emisiones subordinadas o los pagos por comisiones debidas al emisor o la Sociedad Gestora); la propia existencia de emisiones subordinadas; o, en fin, la celebración de contratos de inversión a tipo garantizado que permiten la obtención por las cantidades sobrantes en cada momento de una rentabilidad mínima asegurada.

### 3. Emisión de valores por el Fondo

Por lo que toca, en fin, a la emisión de valores por el Fondo, es de señalar, además de lo ya dicho en el epígrafe anterior, que se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta y deberá ser solicitada su admisión a negociación

en un mercado secundario organizado (artículo 5, número 9, de la Ley 19/1992).

Con todo, lo más importante de su régimen jurídico es lo previsto en el párrafo segundo del número 8 del citado artículo 5, ya que en él se establece que «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».

Así, pues, ya que los flujos de pago de los valores están vinculados a los flujos de cobro de los préstamos participados y aunque la estructura de los Fondos esté diseñada para que ello no llegue a ocurrir en condiciones ordinarias, si se diera el caso de no poderse atender el pago de los valores a la amortización de las participaciones (lo que, por otro lado, es probable en el caso de emisiones subordinadas de segundo grado), dichos valores serían amortizados aun cuando no fuera posible su reembolso total, no pudiendo reclamarse contra la Sociedad Gestora más que por incumplimiento de sus funciones.

### III. CUESTIONES SUSCITADAS DURANTE LA VIDA DEL FONDO

#### 1. Funcionamiento ordinario del Fondo

##### a) *Administración de los préstamos, del Fondo y de los valores emitidos por el mismo*

En el funcionamiento ordinario del Fondo, es función del emisor, según lo previsto en la normativa aplicable y lo expuesto anteriormente, la custodia y administración de los préstamos hipotecarios participados, mientras que la Sociedad Gestora del Fondo le representa legalmente, correspondiendo a ésta, además (número 1 del artículo 6 de la Ley 19/1992) y en calidad de gestora de negocios ajenos, la representación y defensa de los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo.

Los Fondos son auditados anualmente (según resulta de la remisión hecha por el número 3 del artículo 6 de la Ley 19/1992 al capítulo V del Títu-

lo I de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva) y, tal como se vienen configurando en la práctica, deben remitir información trimestral a dicha Comisión. La calificación de los Fondos es revisada anualmente.

Además, las participaciones agrupadas en el Fondo son depositadas en una entidad distinta del emisor y de la Sociedad Gestora, si bien esta función, dada su relativa simplicidad, no será objeto de desarrollo especial.

Este encuadre general de los cometidos básicos de los diversos sujetos intervinientes en el funcionamiento del Fondo remite, una vez más, a instituciones jurídicas con un contenido típico en nuestro Derecho y que subyacen bajo las escasas reglas de la regulación específica de los Fondos de Titulización Hipotecaria. En este caso tales instituciones son el mandato para el caso de las funciones de administración y custodia encomendadas al emisor (no se olvide que, además de la asignación por la norma de tales funciones, la escritura de constitución del Fondo contendrá, con toda seguridad, el mandato específico a tal fin y normas reguladoras del mismo) y la gestión de negocios ajenos sin mandato para el caso de la función de la Sociedad Gestora respecto a los titulares de valores emitidos por el Fondo.

Parece oportuno, por tanto, precisar cuáles de los aspectos genéricos de tales instituciones tienen vigencia para los supuestos aquí considerados, todo ello sobre la base de lo previsto en los artículos 1.709 al 1.739 y 1.888 al 1.894 del Código Civil y 244 al 280 del Código de Comercio.

En el caso del mandato (como en el del régimen común de la cesión de crédito) se estima, a tenor de lo señalado en el artículo 244 del Código de Comercio y ya que los actos de administración y custodia de los préstamos participados son de comercio y el comisionista es comerciante, que el régimen común de aplicación directa es el de dicho Código. Por tanto, el conjunto de fuentes de regulación sería el mismo que el indicado para la cesión de créditos, si bien aquí se hará también referencia a los preceptos del Código Civil, tanto porque se dan múltiples coincidencias entre las reglas de ambos Códigos como por la inadecuación real, en algunos casos, de la disposición mercantil.

Precisando lo anterior, caben los siguientes comentarios en relación con el régimen común del mandato, dejándose para un epígrafe posterior

algunas observaciones parciales relacionadas con la gestión de negocios ajenos:

(I) Puede señalarse, por un lado, que la actuación del emisor en la administración y custodia de los préstamos debe ajustarse a los estándares de conducta propios de un comerciante prudente que cuida de su negocio conforme a los usos del comercio (artículo 255 del Código de Comercio) o de un buen padre de familia (artículo 1.719 del Código Civil), salvo que, como es habitual en las escrituras de constitución de los Fondos, se escoja la máxima diligencia de un profesional cuidadoso.

(II) En segundo lugar, cabe que la actuación del emisor, al realizar sus funciones ante terceros por cuenta del Fondo, sea la propia de una gestión representativa o no, siendo usual que se ajuste a esta segunda modalidad (con el fin de no alterar innecesariamente la relación con los deudores hipotecarios) salvo en aquellos casos (por ejemplo, adjudicación de bienes en subasta judicial) en que sea conveniente o imprescindible una gestión representativa.

A este respecto conviene destacar que, de acuerdo con lo previsto en los artículos 245 a 247 del Código de Comercio y 1.717 del Código Civil, la gestión no representativa implica la necesidad de un acto complementario en orden a transferir los efectos jurídicos de la actuación del mandatario respecto a terceros a la esfera del mandante. Esta necesidad de actuación complementaria podría dar lugar a problemas especialmente graves en caso de situación concursal del emisor, toda vez que en tal situación la necesaria traslación de efectos al patrimonio del mandante podría verse truncada.

Esta situación, sin embargo, tiene solución desde la perspectiva de la regulación de la participación, ya que la condición del préstamo participado en caso de quiebra o suspensión de pagos del emisor ha sido abordada por la Ley 19/92, cuyo artículo 4 prevé una adición al artículo 15 de la Ley del siguiente tenor:

«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 en la entidad emisora de la participación».

(III) En tercer lugar, se plantea la posibilidad de delegar o subcontratar con terceros la realización de todo o parte de las funciones encomendadas al emisor. La práctica (apoyada en la exigencia legal de custodia y administración) consiste en rechazar la posibilidad de delegaciones o sustitución del mandato, con la excepción de la necesaria colaboración de los profesionales externos (fundamentalmente, abogados y procuradores) para desarrollar las pertinentes actuaciones ante los órganos jurisdiccionales. En tal supuesto, es lo usual exigir la más cuidadosa diligencia en la selección y vigilancia de tales profesionales, haciendo al emisor responsable de sus actos, todo lo cual tiene perfecta cabida en lo previsto en los artículos 261 y 262 del Código de Comercio y 1.721 del Código Civil.

(IV) Por último, en cuanto a los actos concretos de realización de sus funciones de custodia y administración, suelen quedar a la decisión, según su mejor y más leal saber y entender, del emisor la adopción y ejecución de las medidas que estime oportunas para cumplir tales cometidos. Sin embargo, ciertos actos requieren el consentimiento del Fondo, como titular de las participaciones y a través de la Sociedad Gestora, pudiendo citarse a modo de ejemplo los supuestos a que se refiere el artículo 25 del R. D. 685/82 (así, entre otros, renuncia o posposición de la garantía hipotecaria). Por otro lado, se impondrán, en su caso, las instrucciones expresas del mandante, lo que viene a coincidir con lo señalado en los artículos 254 y 256 del Código de Comercio y 1.719 del Código Civil.

#### b) *Supervisión y control*

De acuerdo con lo previsto en el artículo 6 de la Ley 19/1992, la supervisión, inspección y, en su caso, sanción de los Fondos de Titulización Hipotecaria corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## 2. Actuaciones de ejecución

#### a) *Tipos de actuaciones de ejecución del Fondo*

Las actuaciones ejecutivas del Fondo, como titular de las participaciones y representado por su Sociedad Gestora, pueden agruparse en dos categorías básicas:

(I) En primer lugar, cabe que las actuaciones ejecutivas deban seguirse contra el deudor hipote-

cario por la falta o retraso de pago del mismo. Tal actuación ejecutiva entrará de lleno en las funciones de custodia y administración que corresponden legalmente al emisor. Ello no obstante, el artículo 66 del R. D. 685/82 otorga al titular de las participaciones (en este caso el Fondo) las facultades de:

— Compeler a la entidad emisora para que inste la ejecución hipotecaria.

— Ejercitar subsidiariamente, para el caso de no hacerlo el emisor, y por la parte que corresponde a la porción participada del crédito, la acción ejecutiva contra el deudor hipotecario.

— Subrogarse en la acción y posición del emisor en el caso de paralización del procedimiento de ejecución seguido.

— Concurrir con igualdad de derechos que el emisor en cualquier procedimiento ejecutivo que siga.

Además, y como consecuencia inevitable de la participación en el crédito hipotecario, el Fondo queda legitimado para concurrir con el emisor en el procedimiento de apremio, adjudicándose en la porción que le corresponda el producto del remate.

(II) Por otro lado (y aunque el supuesto es muy improbable), cabe que el emisor de las participaciones deje de atender los pagos debidos en virtud de los mismos aun cuando no se haya producido un impago precedente de los deudores hipotecarios. En este caso, el Fondo tendrá acción ejecutiva contra el emisor.

#### b) *Problemas planteados*

Este sistema de acciones ejecutivas en las que puede participar presenta varios aspectos dignos de atención:

(I) En lo que se refiere, en primer lugar, a los casos en que sea necesario sustituir la inacción del emisor (ya sea la inicial, ya la que se produzca una vez iniciado el procedimiento), se exige expresamente la presentación del título original de la participación y de certificación registral de inscripción y subsistencia de la hipoteca (último párrafo del artículo 66 del R. D. 685/82).

(II) Por otro lado, al preverse la posibilidad de concurrir en cualquier procedimiento de ejecución y la personación del titular de las participaciones en el apremio para ser adjudicatario de la porción que le corresponda en el producto del remate, la

norma no establece la forma en que debe personarse y hacer valer su legitimación el Fondo, si bien cabe pensar que será suficiente lo previsto para el caso anterior.

(III) Debe tenerse en cuenta, en tercer lugar, que, como consecuencia del remate, puede obtenerse bien una cantidad en metálico (en cuyo caso, entiendo, podría no ser necesaria la personación del Fondo, toda vez que bastará con que las citadas cantidades sean aplicadas por el emisor, en cuanto corresponda y siguiendo las reglas de imputación de pagos, al abono al Fondo de las cantidades procedentes en virtud de las participaciones) o la adjudicación de un bien o derecho, resultando en este supuesto que el Fondo pasará a ser titular, en la porción indivisa procedente, del mismo y tendrá derecho a participar tanto en las cantidades obtenidas por su explotación o puesta en uso como en las que corresponda de las que se obtengan por su enajenación.

Del conjunto de las citadas normas sobre legitimación del titular de la participación para ejercitar o proseguir acciones contra el deudor hipotecario o concurrir en ellas con el mismo resulta, a mi juicio, la opción básica de la normativa por mantener una actuación del emisor en nombre propio, pero por cuenta tanto propia como del citado partícipe, de forma que éste, salvo que opte por concurrir con aquél, no es parte del proceso. Por el contrario, en los supuestos excepcionales de inacción del emisor, la relación de lo que algunos autores han llamado «representación indirecta» (sin *contemplatio domini*) desaparece, personándose directamente el Fondo, a través de la Sociedad Gestora, para actuar por sí mismo y en su nombre en el procedimiento. De esta forma, el cambio parcial de acreedor derivado de la cesión de crédito ínsita en la participación se hace aparente, cuando no lo había sido hasta entonces.

Por todo ello, no se hace necesario acudir a conceptos como el de la sustitución procesal para explicar la eventual actuación del Fondo en los procesos ejecutivos, dándose, por el contrario, una auténtica actuación por cuenta y en nombre propio.

(IV) En fin, y con respecto a la posible acción ejecutiva a ejercitar por el Fondo contra el emisor, conviene únicamente destacar que, evidentemente, el título que en tal caso servirá para iniciar la ejecución sería la propia escritura de emisión y suscripción de las participaciones, siendo, por tanto, de gran importancia prever en la misma la configuración futura de los elementos (por ejem-

plo, liquidación de la deuda) que permitirán acudir, efectivamente, a la ejecución.

### 3. Representación de los titulares de valores emitidos por los Fondos

El artículo 6 de la Ley 19/92 otorga, como ya se ha dicho, a la correspondiente Sociedad Gestora, en calidad de gestora de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos por el Fondo.

Aun así, cabría plantearse la necesidad de constituir un sindicato de los citados titulares o de los de cada una de las series diferentes de valores. En relación con esta cuestión es de destacar, ante todo, que el número 3 del artículo 5 de la Ley 19/92 excluye la aplicación a los Fondos y a la emisión de valores por los mismos de lo previsto en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de valores por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas, norma esta en la que se imponía la constitución de tal sindicato.

Sin perjuicio de ello, cabe perfectamente imaginar situaciones en las que la Sociedad Gestora, precisamente en cuanto encargada de una gestión de negocios ajenos por la que se le puede recabar responsabilidad (artículos 1.889 al 1.891 del Código Civil), contemple, si no como necesaria, sí al menos como de gran conveniencia la convocatoria del conjunto de los titulares de tales valores para contar con su criterio o decisión (piénsese, por ejemplo, en la adopción de decisiones sobre la forma de liquidar el Fondo en el caso de que no existan disponibilidades líquidas para atender a todos los bonistas, pero sí bienes adjudicables). En tales casos sería de gran utilidad un mandato expreso o, produce el mismo efecto (artículo 1.892 del Código Civil), una ratificación de lo hecho.

Estas razones determinan, en mi opinión, la necesaria admisión de la posibilidad de que la Sociedad Gestora, aun no constituyendo un sindicato de bonistas (o de los de cada una de las series) de vida permanente durante la vigencia del Fondo, convoque a los mismos para la adopción de determinadas decisiones. Aun cuando podrían plantearse dudas acerca de la vinculatoriedad de los acuerdos mayoritarios de tal asamblea, parece indudable que la Sociedad Gestora podría contar con un criterio sólido en que fundar una decisión mejor salvaguardada de posibles reclamaciones de responsabilidad.

### 4. Situaciones excepcionales que afecten al emisor o a la Sociedad Gestora

Se entiende por situaciones excepcionales aquellas que puedan determinar la imposibilidad o muy grave dificultad jurídica o fáctica para que bien el emisor, bien la Sociedad Gestora sigan desarrollando las funciones que les han sido encomendadas.

En efecto, la normativa (ya citada) reguladora tanto de las participaciones hipotecarias como de los Fondos de Titulización atribuye al emisor la administración y custodia de los préstamos participados y a la Sociedad Gestora la administración y representación legal de los Fondos y la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos contra el mismo. Sin embargo, dicha normativa no contiene ninguna previsión de sustitución para el caso de situaciones excepcionales (según han sido aquí definidas) de tales entidades, lo que plantea un problema de difícil solución, toda vez que las previsiones que se puedan establecer en las escrituras de emisión de los Fondos constituirán, en todo caso, pactos entre las partes de los negocios jurídicos reflejados en tales documentos públicos, pero carecen, por el momento, de apoyatura legal.

Formulado, por tanto, el problema, conviene únicamente, a la espera de un futuro desarrollo normativo sobre esta materia, destacar lo siguiente:

(I) La única previsión hoy establecida para una de las situaciones excepcionales consideradas es la recogida en el artículo 15 de la Ley 2/81 (tal como ha quedado redactado por el artículo 4 de la Ley 19/92), y se refiere al supuesto de quiebra o suspensión de pagos de la entidad emisora.

Este precepto, ya comentado anteriormente, no alude, sin embargo, a la posibilidad de sustitución, sino, por el contrario, al régimen jurídico de las participaciones (impugnabilidad del negocio jurídico de emisión y suscripción; derecho de separación absoluta del titular) en tales supuestos.

(II) En la práctica, se está previendo la posibilidad de que, llegado el caso de imposibilidad de desarrollo de las funciones legalmente atribuidas (definidas por referencia a los casos de quiebra, suspensión de pagos y liquidación, fundamentalmente), las funciones de la Sociedad Gestora sean asumidas interinamente por otro de los sujetos otorgantes de la escritura (por ejemplo, el propio emisor), siempre que la normativa aplicable lo

permita, y previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Lo propio se hace para el caso de necesaria sustitución del emisor.

En todo caso, se prevé que de prolongarse por un período de tiempo la situación interina sin que sea posible encontrar una solución definitiva, se proceda a la liquidación del Fondo.

## 5. Extinción del Fondo

### a) *Supuestos de extinción*

En relación, por último, con la extinción del Fondo, destaca el último párrafo del número 3 del artículo 5 de la Ley 19/1992 que «los Fondos se extinguirán en todo caso al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que se 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 determinar en la escritura la forma en que se dispondrá de los activos remanentes del Fondo». Por su lado, el número 4 del propio artículo 5 citado previene que «las participaciones hipotecarias agrupadas en Fondos deberán tener un vencimiento igual al de los préstamos participados».

Del juego conjunto de los dos preceptos transcritos interpretados de una forma literal resultaría, por un lado, que las participaciones no pueden amortizarse antes que el préstamo participado (puesto que han de tener el mismo vencimiento), y por otro, que, salvo en el citado caso de valor remanente inferior al 10 por 100 inicial, el Fondo se extinguirá al amortizarse íntegramente las participaciones agrupadas.

Estas conclusiones podrían, sin embargo, matizarse, a raíz de las siguientes consideraciones:

(I) En primer lugar, ya se ha indicado la posibilidad de que la aparición de situaciones excepcionales insolubles que afecten al emisor o a la Sociedad Gestora hagan inevitable una liquidación del Fondo.

(II) En segundo término (y aunque las condiciones de configuración financiera de los Fondos hagan estos supuestos muy improbables) cabe

pensar en supuestos en que, aun estando pendientes de amortización más del 10 por 100 del importe inicial de las participaciones, resulte lógico extinguir el Fondo:

- Por un lado, es teóricamente posible que la totalidad de los bonos emitidos por el Fondo haya sido amortizada antes de que se dé aquella circunstancia, en cuyo caso (y sobre todo si se prevé que el valor residual del Fondo se aplique al emisor) parece lo más adecuado extinguir el Fondo.

- Por otra parte, es también posible una situación en la que, aun pendiente de amortizar más del 10 por 100 del importe inicial de las participaciones agrupadas y no amortizados totalmente los bonos, la situación de los préstamos participados no amortizados sea litigiosa, existiendo dudas razonables sobre la posibilidad de obtener resultados satisfactorios en los correspondientes procedimientos.

Aun así, no parece que ninguno de estos dos casos, de no estar comprendido en la única excepción legal (10 por 100), sea admisible la extinción a tenor del texto de las normas transcritas.

### b) *Forma de extinción*

(I) La extinción del Fondo exigirá, ante todo, el pago de los gastos, incluidos tributos pendientes u ocasionados por la misma.

(II) En segundo lugar, y como ya se señaló anteriormente, es muy relevante tener en cuenta que, amortizadas todas las participaciones sin que se hayan reembolsado, a su vez, todos los valores emitidos con cargo al Fondo y no habiendo remanente en el mismo, los valores subsistentes serán amortizados y carecerán de derecho para reclamar la cantidad pendiente (segundo párrafo del número 8 del artículo 5 de la Ley 19/1992).

(III) Por otro lado, caso de existir remanente en el Fondo, éste se adjudicará a quien proceda según la escritura de constitución (los titulares de la última emisión subordinada, el emisor...).

(IV) Si bien no se establece en la normativa aplicable, en la práctica se impone otorgar una escritura pública en que se recojan los negocios jurídicos ocasionados por la extinción del Fondo.

# LA TITULIZACION Y EL MERCADO DE CREDITO HIPOTECARIO (\*)

Xavier FREIXAS

## INTRODUCCION

Si durante la última década el entorno económico y financiero se ha modificado radicalmente, con un incremento en la volatilidad de los precios de los activos financieros, también se han ampliado de forma espectacular los instrumentos de que disponen las entidades financieras para cubrir este riesgo. Ello ha incidido en la naturaleza de la intermediación financiera, dando lugar a una reestructuración de la operativa de las entidades de crédito con tendencia a una mayor desintermediación financiera, un mayor volumen de operaciones fuera de balance que se reflejan en un decremento en los márgenes financieros y un incremento en las comisiones. La titulización constituye una de las modalidades en que se ha plasmado el proceso de desintermediación financiero. En Estados Unidos, la figura jurídica de la titulización, más fácilmente implementable en el sistema legal anglosajón, existía desde 1968. Su desarrollo en Europa continental ha sido mucho más reciente, y en España sólo a partir del Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, que cambiaba el régimen jurídico de las participaciones, se empezaba a contemplar el interés de titularizar parte de las carteras de créditos hipotecarios. El presente artículo intenta presentar de forma sintética las razones por las cuales la titulización puede tener efectos muy positivos sobre el mercado de crédito hipotecario y sobre la financiación de la vivienda.

Podemos definir la *titulización* como el proceso mediante el cual los activos del balance de una entidad pueden ser vendidos en todo o en parte, solos o complementados por garantías adicionales o modificación de los flujos de pagos. Como cualquier instrumento de financiación, la titulización tiene ventajas e inconvenientes que lo convierten en un instrumento idóneo en determinadas circunstancias. Su desarrollo se ha producido sobre todo para permitir la movilización de los créditos realizados por las entidades financieras

(aunque las empresas puedan también movilizar su facturación), y en particular en el sector de crédito hipotecario, y de créditos al consumo formalizado mediante tarjeta de crédito. La primera cuestión que se plantea es por qué se ha desarrollado en estos sectores, y la segunda, cuál ha sido su efecto sobre estos segmentos del mercado de crédito, cuestiones a las que aportaremos una respuesta desde el punto de vista de las posibilidades que ofrece al mercado hipotecario español la presente legislación sobre titulización de créditos hipotecarios.

## I. EL PROCESO DE TITULIZACION

La titulización es un proceso de conversión de un préstamo o activo no negociable en un título negociable. La entidad que originalmente ha generado el préstamo (o el derecho en el caso de titulización de la facturación) conserva su administración. Sin embargo, existe cesión del riesgo a una entidad denominada «vehículo de la titulización», por lo que la titulización define una nueva posibilidad en la gestión de riesgos por parte de la entidad.

### 1. Ventajas de la titulización

La titulización permite transformar una operación clásica de préstamo, que se plasma en la existencia de activos y de una financiación correspondiente en el pasivo, en una operación fuera de balance, por la que la entidad recibe una comisión por la gestión y administración de préstamos. Ello implica que el mismo volumen de negocio pueda realizarse con menos recursos y, en particular, con un menor volumen de recursos propios. Sin embargo, la operación de cesión pura y simple de activos tendría teóricamente el mismo efecto. Por ello, es importante subrayar la importancia de la capacidad de creación de activos negociables de

que disponen las entidades, capacidad que depende de la existencia (o no) de una central de titulización, como en Estados Unidos las agencias gubernamentales y estatales, y, de forma más general, de los dispositivos jurídicos que pueden facilitar dicho proceso de transformación de un activo no negociable en un activo líquido.

En un mercado perfecto, en el que las condiciones de validez del teorema de Modigliani-Miller se hallan cumplidas, la titulización no tendría efecto alguno sobre el valor de mercado de las entidades. Sin embargo, en un contexto de mercados financieros imperfectos, más afín a las condiciones en que operan las entidades de crédito, éstas deben hacer frente a un coste de los recursos propios superior al de los recursos ajenos después de ajustar por el riesgo, lo que implica que exista una prima de riesgo sobre los activos no negociables. Por otra parte, las entidades de crédito deben someterse a una regulación, lo que implica que la transformación de operaciones clásicas de préstamo en operaciones fuera de balance pueda permitir disminuir el coste de la regulación.

## 2. Costes de la titulización

El proceso de titulización comporta cuatro tipos de costes:

- Costes de generación y administración de préstamos hipotecarios que las entidades hubieran soportado de todos modos.
- Costes de emisión y colocación de los títulos entre los inversores finales que se hubieran generado con cualquier otra modalidad de captación de pasivo mediante emisión de títulos negociables. Dichos costes son costes fijos, por lo que calculados en términos de costes anuales son menores para emisiones a más largo plazo.
- Costes de administración de los flujos recibidos de la entidad originaria y de pago a los inversores finales, aquí a cargo del vehículo de titulización, que en una emisión de obligaciones hubieran sido soportados por la entidad emisora.
- Costes de administración de los pagos correspondientes al vehículo de titulización, que son adicionales a los anteriores y atribuibles a la titulización.

Los márgenes usuales en Estados Unidos constituyen una primera evaluación de los costes de administración de los préstamos: los préstamos GNMA permiten obtener un margen del 0,5

por 100 anual, que se descompone en un 0,44 por 100 de servicio de administración de los préstamos y de un 0,06 por 100 en concepto de prima de aseguramiento (1).

En función de las modalidades previstas por la ley, el proceso de colocación de los títulos emitidos por la sociedad vehículo puede ser más o menos costoso. En particular, la legislación puede prever:

- la obligatoriedad del proceso de calificación crediticia o *rating* por parte de una entidad especializada. Ello implica un coste fijo para las entidades, que deberán desarrollar una tecnología informática y una presentación homogénea de la información, y que se amortizará a partir de un volumen emitido suficiente;
- la existencia de una o varias sociedades de garantía de las emisiones titulizadas;
- la existencia de sociedades que permitan una titulización conjunta (Central de titulización);
- una modalidad menos costosa de emisión como para las cédulas hipotecarias.

En el marco legislativo actual en España, la calificación crediticia o *rating* de las emisiones por una entidad especializada es obligatoria. Se exige además la supervisión de los fondos por parte de la CNMV. Ello implica, por lo tanto, costes adicionales imputables al proceso de titulización.

## 3. La titulización en el mercado de crédito hipotecario

Comparados con otros tipos de préstamos, las características de los préstamos hipotecarios, que hacen de ellos un activo susceptible de ser titulado, son las siguientes:

- Una probabilidad de impago muy limitada, en particular por hipotecas sobre la primera vivienda. Además, dicha probabilidad es fácilmente estimable, como probabilidad condicional, a partir de información estadística disponible, en función de las características del deudor hipotecario.
- El valor de la garantía hipotecaria puede ser fácilmente conocido, por ejemplo, gracias a la tasación.
- Se trata de un préstamo a largo plazo, por lo que los costes de emisión y colocación se amortizarán sobre un período más amplio.
- Por último, aunque ello no sea un aspecto intrínseco a los préstamos hipotecarios, existe, en



la mayoría de países, una política de apoyo al mercado hipotecario, por lo que ésta puede realizarse como apoyo del programa de titulización, lo que corresponde a la opción estadounidense.

Estas características hacen de los préstamos hipotecarios un producto relativamente homogéneo desde el punto de vista de su rendimiento, característica que no poseen, por ejemplo, los préstamos a las empresas.

Una mayor homogeneidad de los préstamos implica una mayor liquidez de los activos emitidos gracias a la titulización, cuando éstos se emiten en la modalidad *pass-through*, en la cual los pagos a los inversores finales son los pagos efectuados por los deudores, netos de una comisión de administración de los préstamos. Sin embargo, la homogeneidad de los préstamos hipotecarios es importante incluso cuando la titulización no se efectúa mediante emisión de un título tipo *pass-through*. Efectivamente, en este caso crear un título líquido y homogéneo a partir de préstamos heterogéneos será más difícil, puesto que ello implicará que el mercado llegue a coordinarse para emitir un título estándar, y más costoso porque para hacerlo habrá que añadir a los flujos de pagos emitidos por el préstamo flujos adicionales que permitan su transformación en el título deseado.

## II. CONSECUENCIAS DE LA TITULIZACION

A corto plazo, la titulización permite beneficiarse de las imperfecciones de los mercados financieros para conseguir refinar los préstamos titulizados en condiciones más beneficiosas para la entidad. Sin embargo, a más largo plazo, en un mercado competitivo, las imperfecciones del mercado tienden a desaparecer, y se establece una nueva modalidad de equilibrio en la que los beneficios de la titulización recaen sobre los utilizados finales: inversores y deudores hipotecarios. A corto plazo, pues, el efecto de la titulización es un efecto sobre precios que aumenta la rentabilidad que las entidades obtienen sobre las operaciones de crédito hipotecario. A más largo plazo, sin embargo, la titulización tiene por efecto un incremento en el volumen de crédito hipotecario.

### 1. Efecto sobre los precios

Como hemos indicado, en un mercado perfecto la titulización no surtiría efecto alguno. Por lo tanto, para evaluar el efecto sobre los precios es necesario suponer una forma de imperfección del

mercado. El esquema de imperfección del mercado más generalizado es suponer que los recursos propios tienen un coste superior al de los recursos ajenos, en particular debido al tratamiento fiscal de unos y otros, ya que el pago de dividendos se hace sobre los beneficios después del impuesto de sociedades, cuando los gastos financieros por intereses disminuyen el importe de los beneficios. Desde este punto de vista, la razón por la cual las entidades financieras no recurren más al endeudamiento es porque ello aumenta su probabilidad de quiebra. Este es el enfoque adoptado, por ejemplo, por Rosenthal y Ocampo (1988).

Simultáneamente, en las entidades financieras existe un segundo tipo de imperfecciones, que son las que corresponden a la regulación financiera. Las entidades de crédito se ven obligadas a satisfacer determinadas ratios, y ello conlleva costes de oportunidad al inmovilizar recursos en activos de remuneración menor que la del mercado. Se trata, sobre todo de los coeficientes de caja y de inversión. En la actualidad, en España sólo el primero tiene vigencia, y su efecto sobre los precios será de una magnitud reducida.

### 2. Efecto sobre las cantidades

Aunque, desde un punto de vista teórico, el efecto sobre las cantidades debería producirse a más largo plazo, la preocupación por la movilización de los créditos hipotecarios parece indicar que el mercado puede verse limitado por la oferta de fondos que permiten la refinanciación, no correspondiendo, pues, a una situación de equilibrio entre oferta y demanda de capitales, sino a una situación de racionamiento. Desgraciadamente no existen contrastes econométricos que hayan demostrado la existencia de racionamiento en el mercado de refinanciación de los créditos hipotecarios.

El efecto de la titulización a largo plazo es la creación de un mercado líquido de activos titulizados, que, desde el punto de vista de la rentabilidad requerida por el inversor, no dista mucho del mercado de deuda pública. Ello facilita la refinanciación de los créditos hipotecarios, conduciendo posiblemente a un incremento en el volumen de créditos distribuidos en este sector.

## III. LA TITULIZACION DE CREDITOS HIPOTECARIOS EN ESPAÑA

En España la cesión de crédito hipotecario se efectúa a partir de la figura de la participación

hipotecaria, que aunque existía ya en la Ley del Mercado Hipotecario de 1981, se estructura como una plena cesión de crédito únicamente a partir del cambio en la legislación que interviene en 1991. La nueva regulación de las participaciones hipotecarias se complementa con la creación de los fondos de titulización hipotecaria (FTH), que constituyen la entidad vehículo.

La ausencia de una figura similar a la de la participación para otros tipos de préstamos hace que, en España, la titulización de éstos encuentre problemas de orden jurídico, reglamentario y fiscal que limitan su uso en el proceso de creación de títulos diversificados y líquidos (véase Freixas y Valero, 1991a y b).

En la valoración de los cambios en la normativa de la titulización hipotecaria es importante distinguir distintos niveles. Por una parte, existen ventajas inmediatas, relativas al cambio en la normativa sobre participaciones hipotecarias, cuyos efectos sobre el coste del capital pueden ser estimados, y que se derivan de la exclusión del balance de los préstamos participados. Ello tiene efectos a nivel de coeficientes de recursos propios y de coeficientes de caja. Por otra parte, existe un efecto adicional, la creación de un mercado líquido, cuya valoración es de orden cualitativo y, en parte, menos objetivable, pero que debe también ser examinado dentro de la valoración global de las nuevas posibilidades que la titulización ofrece al mercado del crédito hipotecario.

### 1. Efectos sobre los recursos propios

En los mercados extranjeros, y en particular en Francia, uno de los principales objetivos de la titulización ha sido mejorar la ratio de recursos propios de las entidades de crédito para poder cumplir con unas normas de solvencia cada vez más exigentes. En España, las entidades de crédito tienen una ratio de recursos propios sobre el total del pasivo más elevado que la media de los otros países europeos, por lo que el nivel de dicha ratio no justifica por sí sola recurrir a la titulización. Sin embargo, aunque a nivel agregado la restricción que supone el coeficiente de solvencia no aparezca como determinante, puede serlo para pequeñas entidades que operen en segmentos especializados del mercado en los que pueden llegar a tasas de crecimiento que exigen una importante captación de recursos propios o la titulización de parte de sus activos.

En segundo lugar, la posibilidad que ofrece la titulización de sacar fuera de balance a la vez un conjunto de préstamos y los pasivos correspondientes permite disminuir el nivel de recursos propios, disminuyendo el coste medio ponderado del pasivo, o de forma equivalente, aumentando la rentabilidad de los recursos propios, al poderse incrementar el volumen de ventas para un volumen dado de recursos propios.

El coste de los recursos propios constituye un elemento importante del margen financiero de las entidades de crédito que debe ser tomado en cuenta para evaluar los beneficios derivados de la titulización. Dicho coste se evalúa como el rendimiento antes de impuesto sobre beneficios derivado de una rentabilidad esperada igual a la suma de la correspondiente a la renta fija más una prima de riesgo. La práctica de los analistas es evaluar la prima de riesgo en un 6 por 100. Con ello, el rendimiento neto esperado de la renta variable es de un 15 por 100 cuando la rentabilidad de la renta fija se halla en el 9 por 100, lo cual representa un coste antes de impuestos igual a 23,07 por 100, sin tener en cuenta la deducción fiscal por doble imposición a que da derecho el dividendo (2).

En el estudio realizado por Rosenthal y Ocampo (1988) la estimación del coste de los recursos propios, antes de impuestos, para los Estados Unidos propuesta es de un 25 por 100 para un nivel del coste de los recursos ajenos del 6,5 por 100. Así, aunque la evaluación que obtenemos pueda parecer elevada, no dista mucho de la efectuada por estos autores. En definitiva, dados los niveles actuales de los tipos de interés, próximos a un 9 por 100, podemos considerar que el coste de los recursos propios debería situarse entre un 20 y un 25 por 100, siendo difícil determinar de forma rigurosa un valor más preciso.

El coste medio del capital para una entidad financiera podrá calcularse a partir del conjunto de estos datos. Efectivamente, si conocemos su porcentaje de recursos propios y la fracción de sus pasivos computables a efectos de coeficientes de caja, el coste medio viene determinado como la media de los costes de los distintos tipos de recursos multiplicados por sus porcentajes respectivos en el pasivo de la entidad. Para una entidad con un 8 por 100 de recursos propios, suponiendo una titulización del 50 por 100 de la cartera, podemos calcular la reducción del coste de los recursos en función de los tipos de interés del mercado. El resultado aparece en la tercera columna del cuadro núm. 1.

## 2. Efecto sobre coeficientes de caja

En segundo lugar, la titulización incide sobre el cómputo de coeficiente de caja. La ausencia de remuneración de los activos inmovilizados equivale a inmovilizar un porcentaje de recursos captados igual al valor del coeficiente de caja, del 2 por 100 en la actualidad. Sin embargo, sólo parte de los pasivos de las entidades bancarias computan por coeficiente de caja, por lo que dicho efecto dependerá del porcentaje de pasivos computables en el total del balance. En el cuadro núm. 1 hemos supuesto que dicho porcentaje era del 50 por 100. Ello nos ha permitido calcular en la segunda columna de dicho cuadro el efecto que tendrá la titulización al reducir los costes originados por el coeficiente de caja.

Observamos que la titulización (con plena cesión de deuda) puede constituir una ventaja importante para las entidades de crédito en nuestro país al reducir los recursos inmovilizados por el coeficiente de caja. Sin embargo, para que haya una ganancia neta para el conjunto de las entidades *la cesión debe hacerse a entidades que no estén sometidas a coeficiente de caja*. Sólo en este caso se producirá una disminución del coste de los recursos que podrá evaluarse, como se hace en el cuadro núm. 1, a partir del coste de oportunidad que se deriva del cumplimiento del coeficiente de caja. Sin embargo, si la cesión se hace a entidades sujetas a coeficiente de caja, el coste de los recursos *para el conjunto* de entidades de crédito no disminuirá.

Por lo tanto, la demanda de los títulos emitidos por los FTH tiene que provenir de agentes no sujetos a coeficientes. Desde este punto de vista, es importante recalcar que el proceso de titulización vía FTH se ha concebido como una titulización dirigida hacia las entidades. Los destinatarios de los activos emitidos por los FTH son fondos de pensiones, compañías de seguros, IIC, así como personas físicas no residentes. En cambio, para las entidades de crédito la adquisición de activos emitidos por los FTH tendrá un coste elevado, mientras no se modifique la legislación vigente, dado que el coeficiente de recursos propios sobre dichos activos es del 100 por 100, cuando sería del 50 por 100 sobre los préstamos hipotecarios originarios.

## 3. Efecto sobre el coste del pasivo

El efecto global de la titulización del 50 por 100 de una cartera de préstamos sobre el coste del

pasivo de la entidad originaria aparece en la cuarta columna del cuadro núm. 1.

En definitiva, el conjunto de ventajas directas cuantificables lleva a una evaluación de la disminución del coste de los recursos que combina el efecto de los coeficientes de caja y el efecto de la economía de capital. Para una entidad con un 8 por 100 de recursos propios y con un 50 por 100 de pasivos computables, la reducción del coste de los recursos, suponiendo un coeficiente de recursos propios del 3,5 por 100, sería la siguiente, en función de los tipos de interés del mercado.

CUADRO NUM. 1

Tipos de interés	Reducción por coeficiente de caja	Reducción recursos propios	REDUCCION TOTAL
13,00	0,07	1,17	1,24
12,00	0,06	1,11	1,17
11,00	0,06	1,05	1,10
10,00	0,05	0,98	1,04
9,00	0,05	0,92	0,97
8,00	0,04	0,86	0,90
7,00	0,04	0,80	0,84

Como puede observarse, la principal reducción del coste es la que se deriva del coste del capital. Por lo tanto, las economías que se derivan de la titulización son mayores en España que en otros países, no sólo por la existencia de mayores coeficientes de caja, sino también por la importancia de los recursos propios de las entidades de crédito.

## 4. Creación de un mercado de títulos líquido

La titulización puede tomar modalidades distintas según si se crea o no un amplio mercado para los activos titulizados, como lo ilustra la diferencia entre el mercado estadounidense y el mercado francés. Para todos los países la primera de estas modalidades tiene claras ventajas sobre la segunda. Sin embargo, dentro del proceso de modernización del sistema financiero español, esta cuestión es fundamental. Efectivamente, existen pocos mercados de activos emitidos por entidades españolas suficientemente líquidos para ser atractivos a nivel europeo. El desarrollo de un mercado de activos titulizados suficientemente amplio podría permitir a las entidades españolas captar recursos a nivel europeo, con las ventajas que ello puede tener en términos de abaratamiento de costes. Sin embargo, la creación de un mercado

amplio limita las posibilidades de adaptar el producto emitido a las necesidades puntuales de los inversores: las posibilidades de fragmentar los riesgos y vender los títulos a inversores diferentes se verán limitadas por la necesidad de dar homogeneidad al mercado secundario. La actual legislación ha privilegiado las posibilidades de la *ingeniería financiera* frente a una homogeneización, que al ser impuesta por la regulación hubiera podido no corresponderse con las necesidades del mercado.

Frente a estas importantes disminuciones potenciales de los costes, la estructura y la tradición del negocio bancario impone también serias limitaciones.

#### IV. LIMITACIONES Y DIFICULTADES DE LA TITULIZACION

La titulización impone una serie de limitaciones que constituyen una disciplina a la que las entidades de crédito deberán someterse. Aunque a largo plazo ello constituya una ventaja, a corto plazo impone ciertos costes a las entidades.

##### 1. La homogeneidad de los préstamos

La cesión del riesgo de liquidez puede ser un aspecto particularmente interesante de la titulización. En España las entidades de crédito pueden obtener liquidez esencialmente por dos vías: el mercado interbancario y las cesiones repo (generalmente de letras del Tesoro). Ambas modalidades corresponden a operaciones con un plazo relativamente corto, y en todo caso inferior a un año. La existencia de titulización podría permitir una gestión del riesgo de liquidez a más largo plazo. De nuevo, las diferencias entre las entidades especializadas y la banca universal son aquí determinantes de las ventajas que la titulización pueda tener para las entidades. Para las primeras, los problemas de liquidez pueden ser más acusados, por lo que la posibilidad de ceder parte de los activos puede constituir una modalidad particularmente atractiva. En cambio, para entidades de mayor dimensión, como las cajas de ahorros, que disponen de liquidez y son prestamistas en el mercado interbancario, este aspecto de la titulización no será determinante, aunque dichas entidades pueden eventualmente invertir en el mercado de activos titulizados comprando los activos titulizados como alternativa a la inversión en el mercado interbancario.

En primer lugar, la limitación más importante es la de homogeneidad de los préstamos. La experiencia estadounidense muestra que la fracción titulizada de los préstamos de características heterogéneas, por ejemplo los préstamos de tipo *adjustable rate mortgage* (ARM), ha sido mucho más reducida que para los préstamos de características homogéneas (3). Limitar la heterogeneidad de los préstamos en España supone el coste de determinar una indicación común de los tipos de interés y unas penalizaciones idénticas para las posibles amortizaciones y cancelaciones anticipadas. Sin embargo, esta homogeneización de los préstamos hipotecarios redundaría en beneficio del mercado en su conjunto, incluso en ausencia de un proceso de titulización.

##### 2. Volumen de la emisión

Un segundo tipo de limitación aparece en relación con el volumen emitido. Dados los importantes costes fijos de las emisiones titulizadas, es razonable pensar que el volumen mínimo necesario para titular sea de unos 50.000 a 100.000 millones de pesetas. Ello limita la capacidad de recurrir a la titulización e impone que ésta se efectúe tan sólo cuando el volumen de préstamos alcanza el nivel mínimo. En consecuencia, ello obliga a las pequeñas entidades a asociarse entre sí o a ceder sus préstamos hipotecarios a otras entidades mayores que podrán titularlos.

Como mencionamos anteriormente, todos estos aspectos redundan en beneficio de la liquidez del mercado, por lo cual, aunque puedan ser vistos como restricciones importantes a la agilidad del proceso de movilización, en realidad permiten disminuir el coste de los recursos.

##### 3. Rating y garantías

Tanto para efectuar un *rating* como para contratar un seguro, las entidades tienen que transmitir un importante volumen de información a la agencia que efectúa el *rating* o a la compañía que aporta su garantía a la emisión. Ello plantea un problema importante cuando las entidades de crédito no disponen de la información necesaria.

Tradicionalmente, los créditos específicos otorgados por una entidad constituyen parte de un conjunto de préstamos, con lo cual la información a menudo no viene desglosada según los criterios relevantes para las agencias de *rating* y las compañías de seguros. Actualmente, la información

disponible en las entidades de crédito viene determinada, en parte, por los requisitos de información del Banco de España. Ello puede crear serias dificultades en la evaluación de los créditos que puede hacer que sea difícil asegurar una emisión o, de forma equivalente, que haga que aparezcan pocos préstamos titulizados. Sin embargo, el mecanismo de creación de partes subordinadas en la emisión, en el cual la entidad que tituliza sus préstamos recompra una parte de la emisión a la cual se asignan todos los morosos y fallidos, puede ser una forma de solventar esta dificultad.

#### 4. Dimensión del mercado a largo plazo

La reducida dimensión del mercado a largo plazo en España hace que sea más difícil evaluar una serie de flujos de pagos futuros dado que no existe una referencia, a diferencia de lo que sucede en otros mercados, en los que la deuda pública a largo plazo constituye una referencia a largo plazo. Sin embargo, si consideramos las características actuales de los préstamos a tipo revisable, es posible evaluar el precio de los activos titulizados a partir de las características de los tipos de interés sobre los que se han indiciado los préstamos, tomando en cuenta sus características de riesgo. En cambio, si se desean titularizar préstamos a tipo fijo, el desarrollo de este mercado debe hacerse en conexión con el desarrollo del conjunto de los mercados a largo plazo, por lo que el mercado de activos titulizados puede desarrollarse más lentamente.

En definitiva, aunque exista una cierta indefinición sobre el efecto de la titulización sobre el mercado hipotecario, el efecto sobre los niveles de recursos propios es suficientemente importante para que actúe como un importante incentivo a la disminución de los tipos y al crecimiento del mercado hipotecario.

#### NOTAS

(\*) El autor agradece la financiación de la Dirección General de Investigación Científica y Técnica, proyecto PB91-0811.

(1) DUNN y McCONNELL, 1981, pág. 600.

(2) En FREIXAS y VALERO (1991a) se introduce dicha deducción y se establece que su efecto es despreciable frente al nivel de error que presenta la prima de riesgo.

(3) PLATT (1987), pág. 154.

#### BIBLIOGRAFIA

DUNN, K., y McCONNELL, J. (1981): «Valuation of GNMA Mortgage-Backed Securities», *The Journal of Finances*, volumen 36, núm. 3, págs. 599-616.

FREIXAS, X., y VALERO, F. J. (1991a): «La titulización en España», FEDEA, Madrid, *Documento 91-17*.

— (1991b): «A reflection on securitization in the Spanish market», en Stone, Zissu y Lederman (eds.), cap. 37, páginas. 477-491.

PLATT, B. (1986): *Controlling interest rate risk*, Wiley and sons.

ROSENTHAL, J., y OCAMPO, J. (1988): *Securitization of credit. Inside the new technology of finance*, Mackinsey and Company, Inc.

STONE, CH., ZISSU, A., y LEDERMAN, J. (1991): *Asset securitization: theory and practice in Europe*, Euromoney Books.

# PROBLEMAS Y SOLUCIONES TECNICAS DEL PROCESO DE CONVERSION DE FLUJOS FINANCIEROS DERIVADOS DE LA TITULIZACION DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS

Guillermo KESSLER SAIZ  
José Luis DEL RIO GALAN

## I. INTRODUCCION

Durante los últimos años las entidades financieras españolas han venido demandando un nuevo marco jurídico que les permita desarrollar nuevas alternativas de financiación de préstamos hipotecarios. Dicha demanda persigue solventar los principales problemas con los que se han enfrentado las entidades españolas: la imposibilidad de crecimiento sin incrementar recursos propios, la dificultad de encontrar financiación al mismo plazo que los créditos concedidos, y la concentración de riesgos.

Por otra parte, el Gobierno ha estado interesado en estimular la competencia entre entidades, al objeto de conseguir un abaratamiento de los préstamos hipotecarios.

Las circunstancias mencionadas han motivado el desarrollo de la normativa necesaria para que pueda llevarse a cabo la titulización de préstamos hipotecarios.

La titulización consiste básicamente en transformar las carteras de préstamos hipotecarios en valores de renta fija negociables en los mercados de capitales con la finalidad de que sean adquiridos por inversores institucionales, quedándose el emisor de las participaciones como administrador de los préstamos participados.

De este modo, al traspasar a los inversores finales el derecho de crédito junto con todos los riesgos inherentes al mismo, la entidad financiera (el «originador») elimina el riesgo de financiación y puede seguir creciendo sin limitaciones de recursos propios. Por tanto, la titulización debe entenderse como una estrategia según la cual el originador se especializa en la concesión y administración de préstamos hipotecarios, cediendo el riesgo y el margen financiero a los inversores,

pero conservando una comisión de administración no sujeta a riesgo. Es, en definitiva, una alternativa a las ampliaciones de capital como base del crecimiento o, visto desde otra óptica, una forma de aumentar el rendimiento sobre unos recursos propios dados a fuerza de rotar el activo.

El esquema básico de la titulización, tal y como se refleja en el esquema 1, consiste en emitir unas participaciones sobre una serie de préstamos hipotecarios, traspasar dichas participaciones a un vehículo, que en España se ha denominado Fondo de Titulización Hipotecaria, y emitir con cargo a dichas participaciones unos títulos de renta fija que serán colocados entre los inversores.

Es de resaltar que cualesquiera que sean las características de la cartera de préstamos hipotecarios siempre es posible diseñar una estructura que permita emitir unos bonos con las características requeridas por los emisores. El problema es de costes. Cuanta menor información se disponga de la cartera, cuanto menos estandarizados estén los contratos de préstamo, cuanto menos correlacionado esté el tipo de interés de referencia de los préstamos con los estándar del mercado monetario, etc., tanto más costoso será transformar el flujo de caja de la cartera de participaciones hipotecarias en un flujo que entiendan y demanden los inversores de los mercados de renta fija.

En el siguiente apartado analizaremos qué características deben reunir los títulos a colocar entre los inversores, qué problemas y riesgos se derivan de las participaciones hipotecarias y qué transformaciones deben realizarse para hacerlas atractivas a los inversores. Esta necesidad de transformar las participaciones es lo que ha hecho imprescindible la utilización del Fondo de Titulización Hipotecaria como vehículo intermedio entre el originador y los inversores.

## ESQUEMA 1



## II. PROBLEMAS Y SOLUCIONES TECNICAS DEL PROCESO DE CONVERSION DE FLUJOS FINANCIEROS DERIVADOS DE LA TITULIZACION DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS

En el presente apartado pretendemos analizar los siguientes aspectos:

- 1) Características de los títulos demandados por el mercado.
- 2) Peculiaridades de los préstamos hipotecarios en España.
- 3) Proceso de transformación de los flujos procedentes de los préstamos hipotecarios.

### 1. Características de los títulos demandados por el mercado

Dado que la finalidad básica de la titulización consiste en transformar préstamos hipotecarios en títulos que se negocien en los mercados de renta fija, vamos a analizar qué características de los títulos valoran los inversores a la hora de tomar decisiones de compra y los problemas que pueden surgir en los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH).

Los principales elementos a considerar son:

- *Seguridad en el pago.* Mientras que en un bono emitido por una empresa la seguridad en el pago viene condicionada por la solidez de su balance y las perspectivas futuras de negocio, en el caso de una cartera de préstamos hipotecarios la seguridad depende de que los prestatarios hagan frente a sus obligaciones puntualmente y, en consecuencia, habrá que tener prevista la cobertura de situaciones de morosidad y fallidos.

En general, se entiende por morosidad un retraso en el pago inferior a noventa días. Un porcenta-

je importante de estos retrasos se debe a errores y cuestiones puramente técnicas, que se resuelven durante el mes siguiente a la fecha de pago. El resto se explica por dificultades transitorias del prestatario que se resuelven en el plazo mencionado anteriormente.

En fallidos se incluyen aquellos impagos considerados, en principio, como definitivos y en los que se inicia el procedimiento dirigido a la ejecución de la garantía real del préstamo. Dadas las características de las garantías de los préstamos en España y los usos y costumbres del mercado hipotecario español, el porcentaje de fallidos en España es muy bajo en comparación con el de otros países.

La cobertura de los fallidos y morosidad supone un coste para la estructura del Fondo, que dependerá, lógicamente, de la experiencia histórica de la cartera y del grado de seguridad con que se quiere dotar al Fondo.

- *Regularidad en el pago.* En los bonos clásicos, los pagos de cupón y principal están perfectamente predeterminados en el momento de la emisión. No es éste necesariamente el caso de los Bonos de Titulización Hipotecaria, que pueden sufrir alteraciones en el calendario de pagos por posibles amortizaciones anticipadas, o en el caso de préstamos con cálculo de cuota según el sistema francés, por variaciones en los tipos de interés.

La posible irregularidad en el calendario de pagos es especialmente relevante en el caso de que los Bonos de Titulización Hipotecaria paguen un tipo de interés fijo, pues el precio del bono dependerá de cuál sea el calendario de amortización definitivo. Es por ello que los BTH con tipos de interés fijo suelen ser demandados por instituciones de inversión más agresivas —dispuestas a aceptar un mayor riesgo a cambio de la expectativa de un mayor beneficio— mientras que los que

tienen tipo de interés variable suelen estar en carteras más conservadoras.

Sin embargo, es posible diseñar una estructura que aisle al tenedor de los BTH de cualquier variación en el calendario de pagos, aunque, por supuesto, con un mayor coste para la estructura.

- *Liquidez.* Los inversores demandan títulos relativamente líquidos, especialmente cuando se trata de títulos a muy largo plazo. Para asegurarles una cierta liquidez es necesario instrumentar una serie de medidas como pueden ser la cotización en un mercado organizado, la utilización de sistemas de contrapartida, la organización de subastas periódicas, etc., o, alternativamente, pagar una prima mayor que retribuya la falta de liquidez.

- *Rentabilidad.* Dada la complejidad de este tipo de operaciones y el elevado número de variables que pueden influir en el comportamiento de estos títulos, los inversores exigen una prima sobre la rentabilidad ofrecida por otros títulos de similares características.

La prima vendrá determinada en última instancia por el *rating* que se otorgue a la emisión. Las empresas especializadas en la calificación de estas emisiones valoran la consistencia de toda la estructura, es decir, la capacidad del Fondo de hacer frente a sus obligaciones. Se considerará, en consecuencia, no sólo las protecciones que se hayan introducido para hacer frente a los posibles fallidos, morosidad o a las diferentes transformaciones (pagos mensuales en semestrales, referencias distintas de tipos de interés en activo y pasivo, etc.), sino la capacidad de todas las entidades vinculadas al Fondo (agentes de pagos, gestora, proveedores de líneas de crédito, administrador de los préstamos, etc.) de cumplir con la misión que tienen encomendada durante toda la vida del Fondo.

## **2. Peculiaridades de los préstamos hipotecarios en España**

Dado que los préstamos hipotecarios son la base de los títulos que emitirá el Fondo de Titulización, cuanto mayor sea la calidad de la cartera de préstamos y más parecidos sean éstos a los títulos a emitir, menores y más baratas serán las transformaciones a introducir, por lo que el proceso de titulización se simplificará y abaratará considerablemente.

La política comercial de las entidades prestamistas en España se ha centrado como regla general en satisfacer las necesidades de los prestatarios en cada momento, lo que ha motivado una falta de estandarización que se traducirá en un mayor coste a la hora de llevar a cabo la titulización. En el siguiente apartado se analizarán las que podríamos denominar transformaciones clásicas, es decir, las derivadas de fallidos, morosidad, prepagos y variación en los tipos de interés.

En este apartado nos centraremos en algunas peculiaridades de los préstamos hipotecarios españoles, que pueden requerir alguna transformación adicional, y que posiblemente desaparezcan en un futuro cuando las entidades adapten su política de concesión de préstamos al objetivo de titular.

### *Renuncia a la notificación en caso de cesión de los créditos*

Es esencial la inclusión de una cláusula en el contrato de préstamo en virtud de la cual el prestatario renuncia, para el caso de cesión del crédito efectuada por la entidad, a la notificación prevista en el artículo 149 de la Ley Hipotecaria. En caso contrario, la necesidad de tener que notificar a cada prestatario podría dificultar y encarecer la operación hasta tal punto que podría llegar a ser inviable.

### *Fecha de pago de los préstamos*

Aunque no es habitual, existen carteras que no concentran los pagos en una única fecha de pago al mes, sino que se paga los 365 días del año, dependiendo de cuándo se formalizó cada uno de los préstamos. En caso de titulización, el Fondo debería asumir el riesgo de reinversión derivado de las distintas fechas de cobro y pago, pudiendo resultar su cobertura muy costosa.

Con la finalidad de evitar problemas administrativos y de diseño es conveniente que el originador tenga una sola fecha de pago de todos los préstamos de su cartera (mensual, trimestral, semestral, etcétera, en función de la periodicidad de pago por la que se opte). No obstante, si el tamaño de la cartera así lo exigiera, podría optar por concentrar todos los pagos en varias fechas; en dicho caso, en el momento de la titulización se dividiría la cartera en tantos tramos como fechas de pago por períodos hubiera, y se titularía por tramos.



### *Sistema de cálculo de la cuota*

En principio se pueden titularizar todos los préstamos; no obstante, el sistema de cuota de amortización fija (o al menos predeterminada) simplificaría considerablemente el diseño del pasivo, ya que permitiría asegurar a los tomadores de títulos un calendario de amortización fijado en el momento de la emisión, y sólo sería necesario cubrir el riesgo de prepagos. El sistema más generalizado en España es el llamado «francés», que calcula una cuota fija (amortización más intereses) hasta vencimiento, dados unos determinados tipos de interés. Si el tipo es variable, se recalcula la cuota en cada revisión de tipos, por lo que el calendario de amortización de principal varía.

### *Periodicidad en el pago de la cuota*

La mayoría de los préstamos hipotecarios en España tienen pagos mensuales. Sin embargo, los inversores pueden exigir una prima adicional en el caso de títulos con pagos mensuales, por lo que en principio el pasivo a emitir tenderá a tener una periodicidad de pago superior (trimestral, semestral e incluso anual). Si existe un desfase entre la periodicidad en cobros y pagos del Fondo de Titulización se produce un riesgo de reinversión que es necesario cubrir y que, de nuevo, es un coste a añadir.

### *Tipos de interés*

Los inversores españoles prefieren en este momento títulos a tipo de interés fijo; sin embargo, nos encontramos con los siguientes problemas a la hora de diseñar un pasivo a tipo de interés fijo:

— La mayor parte de los préstamos hipotecarios concedidos actualmente en España son a tipo de interés variable, por lo que no es fácil crear una cartera de préstamos titulizables a tipo fijo. Esta circunstancia se podría resolver utilizando préstamos a tipo variable e introduciendo un *swap* de tipo de interés; sin embargo, la incertidumbre de los flujos procedentes de estos préstamos dificulta y encarece la realización del *swap*.

— No todos los préstamos a tipo fijo son titulizables, ya que es posible que no exista suficiente margen. Por tanto, podría darse el caso de que una entidad apostara por conceder préstamos a tipo fijo con la intención de titularizar y que no pudiera hacerlo como consecuencia de un incremento

en los tipos de interés en el período que transcurre entre la concesión de los préstamos y su titulización.

— Los bonos de titulización a tipo fijo incorporan un elevado riesgo de reinversión como consecuencia de los prepagos.

Por otra parte, respecto a la titulización de préstamos hipotecarios a tipo de interés variable conviene tener en cuenta lo siguiente:

— Es preferible que toda la cartera del originador se revise a la vez, ya que de este modo se evita que haya varios tramos en el pasivo emitido por el Fondo de Titulización. No obstante, si el tamaño de la cartera lo justifica podría plantearse la revisión por tramos.

— En principio es preferible que no haya una única fecha de revisión del tipo de interés al año, ya que, en caso de que en dicha fecha los tipos de interés estuvieran distorsionados, sería necesario mantener durante todo un año tipos fuera de mercado.

— El tipo de referencia debe estar lo más correlacionado posible al tipo al que se emite el pasivo; es decir, MIBOR.

— Es necesario asegurarse de que el tipo sustitutorio que se establezca en la escritura de préstamo permitirá mantener, en su caso, el margen necesario para poder titularizar.

— Establecer la obligatoriedad del prestatario de amortizar a la mayor brevedad posible en el caso de que éste no aceptara el nuevo tipo de interés fijado tras una revisión de tipos.

### *Amortización anticipada*

La amortización anticipada de los préstamos puede suponer un problema de reinversión en el caso de préstamos a tipo de interés fijo, por lo que es conveniente introducir una penalización con finalidad disuasoria y para compensar el perjuicio que se puede producir ante una amortización anticipada.

Por otra parte, es importante que la penalización aplicada sea igual para todos los préstamos, ya que de este modo se facilita la previsión de los flujos a percibir por el originador ante diferentes hipótesis de amortizaciones anticipadas.

En relación con los préstamos a tipo de interés variable, lo ideal sería hacer coincidir las amortizaciones anticipadas con las fechas de revisión de

ESQUEMA 2

PROBLEMA	CAUSA	CONSECUENCIA	SOLUCION
Mora	Impagos transitorios	Ilquidez	Deuda principal/subordinada Línea de crédito Sobredimensionamiento
Fallido	Impagos definitivos	Ilquidez/insolvencia	Deuda principal/subordinada Caución Sobredimensionamiento Carta de crédito
Variación de tipos	Variación tipo de referencia	Alteración calendario de pagos	<i>Pass through</i> Emisión varias series Línea de inversión garantizada Emisión a c. p. Línea de crédito
Amortización anticipada	Venta de la casa Ingreso excepcional prestatario Variación de tipos, etc.	Excedente de tesorería	Recompra de títulos Amortización anticipada pasivo Compra nuevas participaciones Línea de inversión garantizada <i>Pass through</i>
Beneficio en el fondo	Evolución positiva de las anteriores circunstancias	Impuesto sobre sociedades	Comisión variable Bono residual

los tipos de interés. En el caso de que esto no fuera posible por no encontrarlo operativo ni comercial, sería conveniente, al menos, hacer coincidir la fecha de revisión con una fecha de pago de principal e intereses.

### 3. Proceso de transformación de los flujos procedentes de los préstamos hipotecarios

En los apartados anteriores hemos analizado las peculiaridades que puede tener una cartera de préstamos hipotecarios. Asimismo, nos hemos planteado las características esenciales que deberán reunir los títulos emitidos por un Fondo de Titulización Hipotecaria.

Del análisis anterior se deduce que pueden surgir importantes discrepancias entre el activo y el pasivo del Fondo, por lo que será necesario introducir una serie de mecanismos en el Fondo que contribuyan a mitigar las posibles discrepancias.

En el esquema 2 resumimos los problemas típicos que pueden surgir en un proceso de titulización (derivados de las características del activo o de las discrepancias entre activo y pasivo), y proponemos una serie de soluciones a los mismos. A los problemas anteriores habría que añadir los comentados en el apartado anterior, que se resuelven generalmente utilizando los mismos instrumentos que aquí se detallan. En función de las características del activo, del producto demanda-

do por el mercado, del *rating* de la emisión que se pretenda obtener y del coste que se desea asumir se optará por una o varias de las soluciones propuestas.

A continuación analizamos brevemente los problemas mencionados en el esquema 2 y las soluciones propuestas:

#### *Morosidad de los préstamos*

Dado que los únicos ingresos con los que contará el Fondo de Titulización son los procedentes de las participaciones hipotecarias, el retraso en el pago de principal e intereses por parte de los prestatarios da lugar a una situación transitoria de ilquidez en el Fondo. Para evitar que dicha situación impida al Fondo afrontar los pagos comprometidos en las fechas previstas es necesario adoptar alguna de las medidas siguientes:

- *Línea de crédito*. Su finalidad es hacer frente a necesidades temporales de liquidez, pero en ningún caso se utilizaría para solucionar problemas de insolvencia.
- *Sobredimensionamiento*. Consiste en que el FTH adquiera un volumen de participaciones hipotecarias superior al volumen de títulos emitidos, o en ceder al Fondo un margen superior al necesario para afrontar todos los pagos. Su finalidad es constituir un Fondo de Reserva dentro del propio Fondo que permita cubrir a los tenedores de títulos de retrasos en el pago o de insolvencias motivadas por la existencia de préstamos fallidos.

- *Deuda principal/deuda subordinada.* El tramo principal está protegido por el subordinado que absorbe la morosidad. Cuanto mayor el tamaño de la serie subordinada más improbable es que la principal sufra retrasos en los pagos. La proporción deuda principal/subordinada viene determinada, en última instancia, por la agencia de calificación en función del *rating* que se desee tenga la emisión.

Dado que la morosidad es un problema transitorio, bastaría con una solución que permitiera obtener temporalmente liquidez; por ello, salvo que se persiguiera adicionalmente proteger a los inversores de una posible insolvencia, la alternativa más recomendable consistiría en disponer de una línea de crédito.

#### *Fallidos de los préstamos hipotecarios*

En el caso de que uno de los prestatarios deje de pagar y resulte insolvente, la única garantía con la que cuenta el Fondo es el inmueble hipotecado. Sin embargo, puede transcurrir mucho tiempo desde el momento en el que se produce el fallido hasta que el Fondo recupera su deuda, intereses y gastos en los que ha incurrido, lo que impediría al Fondo cumplir sus compromisos de pago en el calendario previsto. Asimismo, podría darse el caso de que el Fondo no recuperara la totalidad de las cantidades que le son debidas, por lo que no tendría fondos suficientes para afrontar todos los compromisos asumidos. Ante estos problemas podría optarse por diversas alternativas, entre las que destacamos las siguientes:

- *Caución.* Garantiza el buen fin de los activos titulizados, de forma que en el caso de que se produzca un fallido la Compañía Aseguradora aportará las cantidades impagadas.

- *Carta de crédito.* Es una alternativa a la caución. Mediante una carta de crédito irrevocable un banco garantiza al FTH, cubriendo pérdidas hasta un límite determinado.

Asimismo, podría optarse por utilizar las alternativas de sobredimensionamiento y estructura de deuda principal y deuda subordinada descritas anteriormente.

#### *Variación de los tipos de interés*

En el caso de préstamos a tipo de interés variable el calendario estimado de cobros de principal

puede verse afectado ante una variación de los tipos de interés; por ello, a la hora de diseñar el pasivo del Fondo habrá que optar por alguna de las siguientes alternativas:

— Asegurar a los inversores un calendario de cobros de principal, lo que implicaría tener previstas una serie de medidas que permitieran ajustar los fondos disponibles al calendario de pagos previsto. Algunas de las medidas a utilizar podrían ser las siguientes:

- *Emisión de varias series.* Esta estructura permite emitir una serie con un calendario de pagos predeterminado cuya estabilidad está asegurada por otra serie que soporta las variaciones en el calendario.

- *Emisiones sucesivas de títulos a corto plazo.* Consistiría en emitir títulos al mismo plazo que el período de revisión de los tipos de interés. Dado que los préstamos hipotecarios tienen un vencimiento superior, sería necesario contar con una *back up* que facilitara los fondos necesarios para amortizar los títulos de cada emisión a su vencimiento en el caso de que no pudieran colocarse los títulos de la nueva emisión.

- *Línea de crédito y línea de inversión a un tipo garantizado.* La línea de crédito permite obtener los fondos necesarios en el caso de que, ante un incremento de los tipos de interés, las cantidades obtenidas por principal sean inferiores a las previstas. Adicionalmente, la línea de inversión a tipo garantizado permite reinvertir a un tipo predeterminado los excesos de principal recibidos ante una caída en los tipos de interés.

— No asegurar a los inversores un calendario de pagos y proceder a amortizaciones en función de la disponibilidad de fondos. Este es el caso de una emisión *pass through*, que consiste en transferir directamente a los tenedores de los títulos los pagos efectuados por los prestatarios de hipotecas, una vez descontadas las comisiones de administración y gestión.

#### *Amortizaciones anticipadas*

La amortización anticipada de los préstamos hipotecarios genera un problema de reinversión al Fondo de Titulización; por ello deben preverse soluciones en el momento de diseñar la estructura del Fondo. Al igual que ocurría ante un problema de variación de tipos de interés, el Fondo podrá optar por diversas soluciones:

— Mantener un calendario de pagos a los inversores, a pesar de producirse amortizaciones anticipadas en los préstamos. Esto es especialmente importante en el caso de emisiones a tipo fijo, ya que el prepago puede ocasionar al inversor un grave quebranto ante caídas en los tipos de interés, al no poder encontrar activos que ofrezcan una rentabilidad comparable a la del título prepago. Para poder mantener el calendario establecido debe estar prevista:

- Bien la *recompra de títulos*, bien la *compra de nuevas participaciones*. Las dos medidas persiguen reinvertir los fondos obtenidos por la amortización anticipada de los préstamos en activos que permitan recomponer el equilibrio entre activo y pasivo.

Alternativamente podría utilizarse una *línea de inversión a tipo garantizado*, al igual que ocurría en el caso de reducciones en los tipos de interés.

— No mantener un calendario asegurado de pagos y proceder a prepagar a los bonistas ante amortizaciones anticipadas de los préstamos hipotecarios.

#### *Tributación por el Impuesto sobre la Renta de Sociedades*

La Ley 19/92 incluye dentro del régimen general del Impuesto sobre la Renta de Sociedades a los Fondos de Titulización. En el caso de que, como consecuencia de la favorable evolución de las distintas variables que afectan al Fondo, se produzca un beneficio en un ejercicio, podría optarse por una de las siguientes alternativas con la finalidad

de evitar que se vulnere la neutralidad fiscal que se persigue en este tipo de operaciones:

- *Comisión variable*. Consistiría en distribuir anualmente al originador una comisión variable por la cuantía equivalente a la diferencia entre ingresos y gastos de cada ejercicio.

- *Bono residual*. Persigue la misma finalidad que la comisión variable; es decir, distribuir el remanente que genere el Fondo a lo largo de toda su vida.

### III. CONCLUSIONES

A lo largo de nuestra exposición hemos analizado la razón de ser de la titulización, que pone en contacto a inversores y originadores y permite a éstos seguir originando préstamos hipotecarios sin verse limitados por los recursos propios ni por la financiación. Asimismo, hace posible la diversificación de riesgos entre los diferentes agentes que participan en el proceso, lo que permitirá abaratar los préstamos hipotecarios.

Por otra parte, hemos visto que es posible titular cualquier préstamo hipotecario, aunque en función de la calidad y homogeneidad de la cartera será necesario realizar más o menos transformaciones, y como consecuencia, el coste será mayor o menor. Por eso la mejor forma de que la titulización alcance un desarrollo suficiente y suponga una alternativa verdaderamente competitiva es la adopción de medidas por parte de las entidades prestatarias que lleven a la homogeneización y estandarización de los préstamos hipotecarios.

# LA MEJORA CREDITICIA

Angel ALMOGUERA

## I. INTRODUCCION

---

La mejora crediticia constituye un aspecto esencial de la titulización crediticia al hacer posible que ésta efectivamente suponga una redistribución de los riesgos inicialmente asumidos por la entidad crediticia, cedente de las operaciones titulizadas. Al amparo del fenómeno de la titulización se ha desarrollado internacionalmente toda una industria mejoradora que implica tanto a entidades financieras como aseguradoras, y cuya actuación permite una valoración eficaz y de mercado de los riesgos inherentes al circuito de financiación bancaria.

Pretendemos analizar las diferentes modalidades de mejora crediticia que se ofrecen en las emisiones de titulización, considerando previamente cuáles son los riesgos que concurren y, en consecuencia, deben ser objeto de cobertura. Finalmente se ofrece una valoración global de la aplicación práctica de las distintas modalidades, con una referencia a la todavía incipiente experiencia española.

## II. LOS RIESGOS SOPORTADOS POR EL INVERSOR

---

La titulización comporta la segmentación o distribución de los riesgos iniciales asumidos por la entidad financiera cedente, constituyendo esa distribución uno de los efectos más relevantes y caracterizador además del propio proceso. La titulización trae consigo una reasignación de los riesgos concurrentes en la inversión crediticia objeto de transferencia, buscando a los operadores más aptos para asumir los mismos. En este apartado nos ocupamos de aquellos elementos que configuran el riesgo (1) global soportado por el inversor que adquiere valores derivados de una emisión de tituli-

zación (ET), riesgo que se manifiesta esencialmente en la no percepción, en la cuantía y calendario establecidos, de los pagos de principal e intereses.

Los factores de riesgo que asume el conjunto de inversores, adquirentes de títulos respaldados por activos crediticios, no coinciden exactamente en su naturaleza y en importancia económica con los efectivamente traspasados por la entidad cedente. Es más, si consideramos los elementos de riesgo que concurren en la inversión teórica que realizase un agente distinto de una entidad crediticia en préstamos bancarios, suponiendo transmisión plena, tampoco estos elementos son idénticos a los soportados por el inversor final de una ET. La inversión pura consistente en la adquisición de una cartera de préstamos originados por entidades crediticias, susceptibles de titulización, entraña la asunción de unos factores de riesgo no coincidentes ni en naturaleza ni en magnitud económica con los que afronta el inversor que adquiere valores procedentes de un proceso de titulización. Estos últimos son los que vamos a exponer, una vez que definamos cinco condiciones delimitadoras de nuestro análisis.

1) Los factores que se van a tratar afectan a la corriente de flujos que recibe el Fondo de Titulización (FT) y acaba destinando a los inversores, por lo que deben protegerse en el ámbito de actuación del mismo. Además el FT no sólo realiza una función de intermediación, sino que también desempeña una función de transformación (2) de tipos y plazos introduciendo una nueva dimensión en los factores de riesgo. No se atiende, por tanto, directamente en este epígrafe a la protección de los riesgos que son consustanciales a la tenencia de títulos de renta fija, como son el de tipos de interés, liquidez, insolvencia y fiscalidad, cuya estimación y cobertura corresponde en definitiva al inversor individual o institucional, de igual forma que si comprase Deuda pública o pagarés de empresa.

2) La protección que se pretenda alcanzar en cada ET tendrá como límite máximo la calificación otorgada a los títulos de riesgo crediticio nulo identificados con las emisiones de Deuda del Tesoro. Ahora bien, aunque la estructura concebida sea acreedora de la máxima solvencia, no significa que el mercado vaya a demandar el mismo nivel de rentabilidad (3), sino que ya entran en juego otros factores distintos dependiendo además del grado de madurez del mercado en que se lance la emisión de titulización.

3) Los procedimientos de mejora crediticia que expondremos en los siguientes epígrafes van dirigidos a neutralizar los efectos negativos que se derivan para los tenedores de los valores por la incidencia de los factores que describiremos a continuación. Pero esta protección puede ser igual para todos los inversores o bien discriminar a unos frente a otros, lo cual conlleva una nueva redistribución del riesgo, dependiendo, este diferente tratamiento de los compradores, del mecanismo de cobertura elegido.

4) La titulización puede implicar alteraciones en la posición de riesgo de la entidad crediticia cedente, originadora de los préstamos traspasados, y en la posición de los deudores o prestatarios. Los efectos sobre la primera desbordan este trabajo y deben ser tratados al considerar los efectos de la titulización sobre la entidad cedente. Para los deudores, baste una simple referencia, ya que el impacto debe ser mínimo y sin suponer un empeoramiento en su posición contractual. El deudor puede sufrir perjuicio económico si el cesionario (la sociedad gestora en representación del FT) endurece las condiciones financieras de la operación a través del tipo de interés o de determinadas comisiones como la de administración o la de cancelación anticipada. No obstante, estas modificaciones deben estar expresamente autorizadas en el contrato de préstamo formalizado entre la entidad crediticia y el prestatario y, por lo tanto, aceptadas por éste. Es infrecuente que estas modificaciones acontezcan debido a que la administración de las operaciones y, por ende, la relación con el cliente la mantiene la entidad cedente y no querrá que se produzcan alteraciones que perjudiquen la relación contractual.

Además, la legislación protectora de consumidores y usuarios tiende a proteger a los adherentes frente a aquellas condiciones que, por implicar modificaciones unilaterales y arbitrarias, se revelen como condiciones abusivas de la contratación.

5) Los distintos factores que abordamos pueden disminuir, si no son contrarrestados, la liqui-

dez disponible para que el FT cumpla sus compromisos de pago, pero este efecto fundamental tiene distinta naturaleza que el riesgo de liquidez estricto que soportan los compradores de los valores procedentes de la ET (4). Este riesgo, cuya cobertura queda fuera del marco de la mejora crediticia, es común al resto de valores mobiliarios y depende de la profundidad y eficiencia de los mercados secundarios. Es diferente el margen entre precios de compra y venta que rige en el mercado estadounidense para las ET que el vigente para mercados más recientes como el inglés o el francés. Dentro del mismo mercado nacional americano, también operan diferencias según el tipo de operaciones titulizadas, incluso se constatan diferencias si nos centramos sólo en el conjunto de los valores de titulización hipotecaria.

La consecución de un mayor grado de liquidez depende de aspectos tales como el marco normativo existente respecto a la emisión y negociación de valores, la homogeneidad de los títulos emitidos y su grado de analogía con otros valores públicos y privados negociados, la conectividad con otros mercados internacionales, la fiscalidad y gastos que gravan las transmisiones, la implantación del *rating* y la apreciación del mismo por los inversores y, en general, los demás aspectos que determinan la liquidez de los mercados de capitales.

Existe una coincidencia general en la enumeración de los riesgos básicos que se traspasan y acaba soportando el inversor en valores procedentes de una ET. La mayoría de los autores (5) mencionan los riesgos de insolvencia, de liquidez, de tipos de interés que a su vez comprendería el de desfases de tipos de referencia y el de reinversión, de vencimientos, de paridad de cambios y estructurales o derivados del esquema diseñado y de la participación de terceros. Las diferencias surgen cuando se atribuyen significados a estos términos y se valora su impacto para los inversores finales.

Por nuestra parte desarrollaremos los elementos de riesgo bajo la óptica común de ser fuentes potenciales de disminuciones y/o atrasos en los flujos de principal e intereses que deben recibir los adquirentes de los valores emitidos, ya que consideramos debe ser el aspecto que sirva para evaluar financieramente su repercusión en una ET. Los agrupamos en tres categorías atendiendo a que provengan de las operaciones crediticias originales, que surjan del esquema adoptado de pasivo emitido frente a los flujos del activo, es decir, según el balance financiero del FT y la transformación

realizada, y finalmente que tengan su origen en la actuación de participantes y colaboradores en la emisión (6). La tipología se muestra en el cuadro número 1.

## 1. Factores de riesgo originarios de los contratos cedidos

### 1.1. Impago o insolvencia

Entendemos por este riesgo (7) el de impago o fallido por parte de los prestatarios que contrataron con la entidad originadora o cedente. Riesgo que afecta tanto al pago de los intereses como a la devolución del principal.

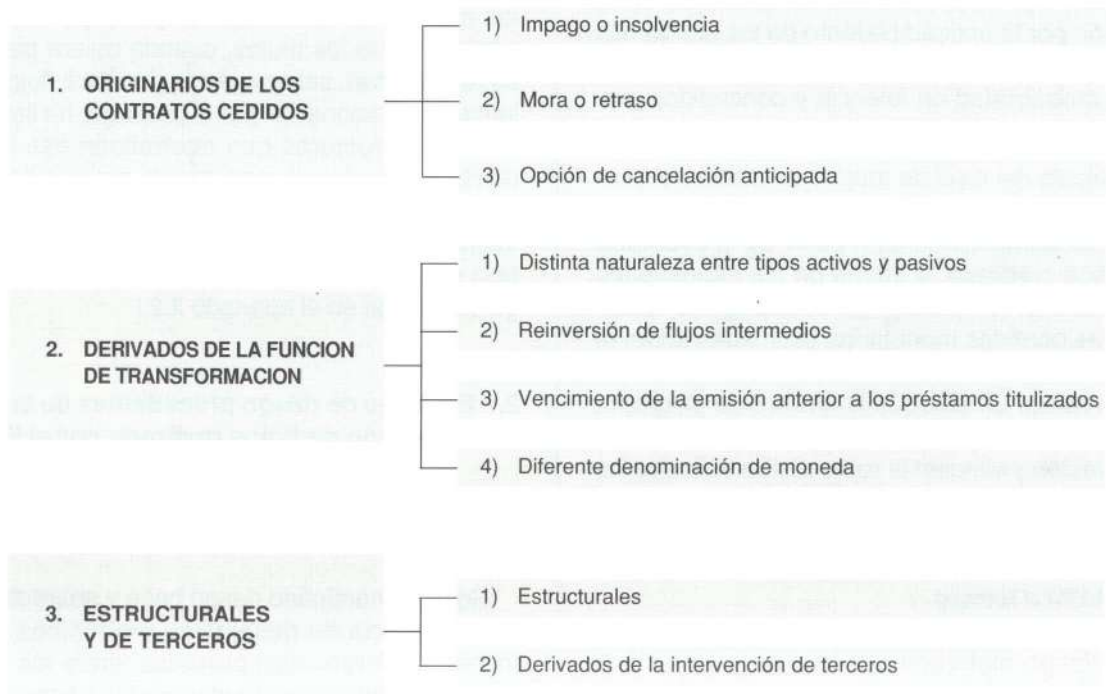
Deben estimarse los flujos que originan los préstamos impagados, consecuencia de la realización de las correspondientes garantías. Estos flujos deben proyectarse en el tiempo estimando su importe y momentos de ingreso efectivo para el FT a través del correspondiente proceso llevado a cabo por la sociedad gestora. Estos ingresos están en función de:

a) Valor de realización de los bienes aportados para garantizar el cumplimiento de las obliga-

ciones pecuniarias asumidas por el deudor, materia que obliga a diferenciar según la naturaleza de los bienes y la personalidad jurídica del deudor. Los bienes pueden haber quedado especialmente afectados como en el caso de constitución de hipoteca sobre bienes inmuebles o el establecimiento de reserva de dominio sobre automóviles o bienes en arrendamiento financiero. En otras modalidades como en la titulización de préstamos amparados en tarjetas de crédito no se dan tales afecciones, con lo que la realización de patrimonio del deudor insolvente siempre es más problemática. En definitiva, queremos resaltar la necesidad de un exhaustivo conocimiento de las garantías subyacentes en los activos financieros de cobertura para poder estimar la corriente de ingresos procedente de la enajenación de aquéllas, si es el caso, siendo conveniente, a priori, una distinción entre los préstamos hipotecarios de un lado y el resto de los titulizados de otro, a los efectos de valoración de los activos de cobertura.

b) Coste y duración del proceso de ejecución. Los conceptos incluidos dependen naturalmente de la legislación de cada país, y así, como componentes tenemos los gastos estrictamente judiciales (letrados, edictos y notificaciones, fedatarios públicos), los gastos fiscales, la inmovilización

CUADRO NUM. 1  
FACTORES DE RIESGO



financiera sin intereses que supone la adjudicación del bien hasta que se vende y el deterioro de la garantía hasta que acaba el período de ejecución y realización. En un estudio (8) a nivel comunitario se pone de manifiesto, para las garantías inmobiliarias, que el período de realización oscila desde el semestre hasta más de dos años, variando la repercusión de los gastos de todo el proceso calculados sobre el precio de venta desde un 4 por 100 hasta más del 20 por 100.

La experiencia acumulada, así como los estudios realizados por la propia entidad cedente, junto a la metodología aplicada en cada caso por la agencia de *rating*, serán los elementos que permitan realizar las oportunas proyecciones de reducciones y generaciones posteriores en el tiempo de flujos financieros, atribuibles al nivel de fallidos y recuperaciones previsto para la cartera cedida.

Aunque más adelante se detallen los procedimientos de cobertura (9), es conveniente para el proceso de titulización, sobre todo en mercados incipientes como el español, que figure involucrada, en la protección del riesgo crediticio, la propia entidad cedente (10), que en la mayoría de los casos además continúa ejerciendo la administración y servicio de la cartera. Implicación no sólo justificada por razones de poseer el mejor conocimiento y capacidad de evaluación del riesgo de incumplimiento, sino además por mantener el grado de exigencia en la política crediticia evitando lo que se ha definido como el problema de la selección adversa, consistente el mismo en la retención por la entidad cedente de los préstamos de más «calidad» y titularizar los que ofrecen una mayor probabilidad de falencia y concedidos precisamente porque van a ser cedidos.

El cálculo del nivel de mejora crediticia necesario para obtener una determinada calificación se realiza fundamentalmente a partir de la cobertura del riesgo crediticio, a través de las expresiones analíticas del nivel porcentual de impago de la cartera y las pérdidas monetarias estimadas sobre el nominal de deuda. No obstante, resulta conveniente realizar un enfoque financiero de diagrama de flujos de entradas y salidas previstas en el que se proyecten y simulen la repercusión de todos los factores de riesgo de los que nos estamos ocupando.

### 1.2. *Mora o retraso*

Es riesgo motivado por los retrasos en que incurren los prestatarios al realizar sus pagos de principal e intereses.

Al valorar estos retrasos deben considerarse los ingresos que percibe el FT en concepto de intereses de mora, cuando así se pactan, que se fijan por encima de los intereses ordinarios y a unos tipos que compensan financieramente el período transitorio de impago.

Si partimos de las fechas de pago estipuladas en los contratos cedidos, debe distinguirse el diferimiento desde las fechas señaladas para el pago a los bonistas del retraso debido al período de recaudación y gestión de los flujos que media desde la percepción por la entidad administradora hasta su entrada en las cuentas del FT. Este período de gestión de los flujos en mercados como el norteamericano (11) difiere según los títulos emitidos y además es convenientemente descontado por los operadores, de forma que a mayor período, menor cotización de los valores emitidos, ya que la relación valor financiero-tiempo es inversa.

### 1.3. *Opción de cancelación anticipada*

La opción de cancelación total o parcial anticipada que incorporan los préstamos cedidos, sin perjuicio de que se impongan límites temporales o cuantitativos para su ejercicio y/o comisiones penalizadoras, se traslada directamente a la dinámica de flujos que perciben los inversores. Esta opción sin duda constituye el principal elemento diferenciador en el análisis comparativo con los restantes instrumentos de renta fija negociados en los mercados. La incógnita que supone para el adquirente de los títulos, cuando quiere planificar su rentabilidad, saber cuándo percibirá flujos adelantados ocasionados por el prepago, ha llevado a diseñar estructuras que neutralicen esa incertidumbre e igualen el vencimiento anunciado con el real. Esta neutralización acarrea que el FT, al no traspasar esos flujos a los inversores finales, soporta la reinversión de esas entradas monetarias, riesgo enunciado en el apartado 2.2.

## 2. Factores de riesgo procedentes de la transformación de flujos realizada por el FT

### 2.1. *Distinta naturaleza y referencia en los tipos activos y pasivos*

Se ha denominado riesgo base y aparece como consecuencia de desajustes producidos en los ingresos diferenciales previstos, entre los intereses percibidos de los deudores y los pagados a los suscriptores de los valores emitidos, como conse-



cuencia de las oscilaciones en los tipos de interés de mercado. Si el FT se limitara a una función estricta de intermediación y los tipos de los préstamos agrupados fueran fijos no existiría un riesgo de esta naturaleza, sin perjuicio del riesgo de interés que en todo caso soporta el inversor (12) en su doble naturaleza de mercado o precio y de reinversión como sucede con cualquier inversión en renta fija.

La necesidad de colocar en el mercado bonos y obligaciones de titulización atractivos para el inversor, obliga a que se transformen tipos y plazos siempre con la limitación que supone el conocimiento de los flujos que constituyen el activo patrimonial del FT. La transformación de tipos admite las opciones siguientes:

1) Préstamos a tipo de interés fijo y valores a interés también fijo. Si el diferencial está bien calculado cubriendo los diferentes conceptos que motiva el proceso, el FT deberá enfrentarse (13) a la cancelación anticipada en una coyuntura bajista, lo cual nos conduce al aspecto de reinversión tratado más adelante. El inversor deberá afrontar el riesgo de interés (14), tanto si suben como si bajan los intereses, dentro de una gestión típica de cartera de renta fija compuesta, en este caso, por valores de titulización.

2) Préstamos a tipo de interés fijo y valores a interés variable. Esquema operativo habitual en las primeras emisiones del mercado americano, en el que se titulaban préstamos hipotecarios a largo plazo (veinte a treinta años) a interés fijo y amortizables por el sistema francés o clásico.

En este caso, si se produce una coyuntura alcista, el margen puede verse estrechado, amenazando la capacidad de pago a los inversores. Por el contrario, una bajada de los tipos sólo afecta negativamente a éstos, aumentando el margen financiero del FT, aunque el FT deba hacer frente al prepago que pueda acontecer.

3) Préstamos a tipo variable y valores a interés fijo. Aplicamos el razonamiento inverso al anterior, por lo que la liquidez necesaria para atender la deuda debe ser complementada si los intereses bajan, y si suben aumenta el diferencial para el FT, surgiendo nuevamente el factor reinversión de flujos provenientes del prepago motivado por la subida de tipos.

4) Préstamos a tipo variable y valores también a tipo revisable. Si los tipos tomados de referencia están en fase y presentan una volatilidad similar, la transformación es neutral. Existirá en todo caso un inevitable desfase o retardo temporal

en las modificaciones inducidas en los tipos activos y pasivos aplicables, que tendrá signo positivo o negativo para la liquidez según cuál sea más elástica (15) a la variación en los tipos y el sentido de la misma.

## 2.2. *Reinversión transitoria de los flujos intermedios*

Es el motivo que refleja en mayor grado la función de transformación financiera que puede llevar a cabo el FT. Surge esencialmente cuando la estructura es del tipo *pay-through*, es decir, no se limita a traspasar a los tenedores de los títulos los flujos percibidos por los deudores cualquiera que sea el concepto (principal, intereses y prepagos), sino que adapta los valores a la demanda del mercado. En esta estructura los flujos que percibe el FT y que no son objeto de entrega inmediata a los inversores responden a tres causas:

1) Distinta periodicidad de las cuotas de los prestatarios respecto de las abonadas a los inversores. Por ejemplo, préstamos de pagos mensuales y bonos de reembolso semestral.

2) Cantidades percibidas por el FT como consecuencia de la cancelación parcial o total afrontada por los deudores crediticios.

3) Vencimiento de las operaciones crediticias traspasadas anterior a la fecha final de reembolso de los títulos puestos en circulación.

## 2.3. *Vencimiento de los títulos emitidos anterior a la vida media de los préstamos titulizados*

Tiene lugar cuando se emiten valores destinados a los mercados monetarios, es decir, dirigidos a inversores a corto o medio plazo, respaldados, por ejemplo, por préstamos hipotecarios a largo plazo (16). Se da prioridad a la demanda imperante en el mercado en una determinada coyuntura, lo cual supone necesariamente instrumentar el correspondiente mecanismo de cobertura. Esta transformación refleja la total ductilidad que presenta el proceso de titulización, que no plantea inconvenientes insalvables para responder en cada momento a la modalidad de inversión que los mercados requieren.

## 2.4. *Diferente denominación de moneda*

La conveniencia de ampliar la base de inversores de una ET, motiva el lanzamiento de valores en mercados conocedores de los mismos como el americano o el euromercado, por lo cual se utili-

zan monedas como el dólar o la libra esterlina. Al estar los préstamos cedidos denominados en la moneda nacional, diferente de las anteriores, aparece el riesgo de cambio que debe ser cubierto a través de los mecanismos disponibles, ya que de lo contrario el FT queda expuesto a oscilaciones adversas de las paridades de las monedas implicadas, como sucede si se produce una devaluación de la moneda activa (préstamos) respecto de la moneda pasiva (títulos emitidos).

### 3. Riesgos estructurales o de terceros

#### 3.1. Riesgos estructurales

Bajo esta denominación incluimos todos aquellos elementos que pueden afectar a la percepción prevista de pagos por parte de los inversores y que provienen de los agentes que constituyen y gestionan la ET, a saber, la entidad cedente/originadora, la sociedad gestora, la entidad depositaria y el Fondo de Titulización.

#### 3.2. Riesgos derivados de la participación de terceras entidades

La distribución de los riesgos, originariamente soportados por las entidades crediticias cedentes, supone que los mismos sean compartidos tanto por los inversores finales como por instituciones financieras y aseguradoras bajo un principio de especialización y eficiencia en la cobertura. De esta manera, en la mayor parte de las ET, incluso en las que adoptan mecanismos de mejora interna, participan otras instituciones que formalizan convenios de mejora o cobertura con la entidad gestora que opera en representación del Fondo de Titulización

La fortaleza patrimonial y la capacidad de cumplir los compromisos por parte de estas instituciones influye decisivamente en que la estructura diseñada cumpla sus objetivos y no falte, por tanto, liquidez para servir la deuda emitida.

### III. LA MEJORA CREDITICIA. TIPOLOGIA

La mejora crediticia en los procesos de titulización se han circunscrito originalmente (17) a los mecanismos de cobertura de las pérdidas previstas en los préstamos titulizados como consecuencia de la insolvencia o impago por los deudores.

Ofrecemos un concepto amplio de mejora, más ceñido a la realidad actual de las ET, en el que se incluyen todos los convenios y apoyos financieros que pacta la sociedad gestora para cumplir los compromisos pecuniarios contraídos con los adquirentes de los valores puestos en circulación. No se atiende exclusivamente a la cobertura del riesgo crediticio *stricto sensu*. Si así fuera, y la mejora crediticia quedara exclusivamente circunscrita a la protección frente al riesgo crediticio, tendríamos que referirnos adicionalmente a los contratos complementarios de financiación y cobertura de riesgos y que formaliza la sociedad gestora por cuenta del FT para incrementar la seguridad y regularidad del servicio financiero de los bonos emitidos.

El origen de la mejora crediticia, especialmente cuando se suministra por una tercera entidad, se sitúa en Estados Unidos. El germen surge en las emisiones destinadas a financiar proyectos de inversión de grandes infraestructuras a mediados del siglo XIX mediante auténticos préstamos de solvencia por parte de las entidades crediticias que apoyaban determinadas emisiones. La configuración actual la encontramos en las garantías financieras externas que se prestan en los años cincuenta a las emisiones de las innumerables haciendas municipales y supramunicipales que pueblan la geografía norteamericana, que buscaban generar confianza en el pequeño inversor. La absoluta generalización de estas técnicas se alcanza precisamente desde los años ochenta con la titulización, primariamente en las emisiones no hipotecarias.

En Europa la aplicación de la mejora crediticia no deriva de la financiación de proyectos municipales o parapúblicos, sino que proviene, sobre todo, de la expansión de los contratos de aseguramiento que se aplican en los contratos de financiación hipotecaria. Son pólizas de seguro, denominadas de garantía de indemnización, que cubren el exceso de financiación otorgada por la entidad sobre las *ratios* de endeudamiento autorizados (*ratio* LTV) y que el prestatario no ha podido atender con capital propio.

La ausencia de fronteras financieras posibilita que se produzca una importación de métodos y compañías de cobertura al otro lado del Atlántico, especialmente desde 1980, aunque todavía sean apreciables diferencias notables, como en la mejora de las ET hipotecarias. Al respecto hay que tener en cuenta que la titulización en Estados Unidos se sustenta en un porcentaje destacado en emisiones garantizadas por el Estado o por agen-

cias federales, circunstancia que no concurre en el mercado europeo. Donde sí se han desarrollado las técnicas con un notable grado de perfeccionamiento es en el resto de las emisiones no hipotecarias, aplicándose las mismas con acierto en Europa.

Las razones justificativas de la mejora crediticia proceden de los emisores, los inversores, las agencias calificadoras y en alguna ocasión de la propia normativa aplicable, es decir, de las autoridades económicas.

Los emisores acuden a la mejora crediticia para conseguir una calificación de solvencia de la emisión que no permite obtener *per se* la fortaleza financiera de la entidad originadora, o más correctamente la cartera cedida; o sencillamente se acude a una mejora crediticia, en forma de garantía financiera externa, para evitar la difusión pública de los datos del grupo emisor. En sentido contrario también se han dado emisiones reforzadas realizadas por entidades financieras que atravesaban una situación crítica y han conseguido captar recursos, o más allá, más baratos incluso que los solicitados por otra vía de financiación.

Para los inversores la mejora crediticia es el elemento que equipara las ET con las emisiones más frecuentes existentes en el mercado y posibilita un análisis comparativo del riesgo asumido, explicitado por el *rating*. La distribución asimétrica de la información, referida al riesgo de incumplimiento por parte del conjunto de prestatarios originales, debe verse compensada por la intervención de la entidad mejoradora que asume el coste de analizar e interpretar la información disponible. No se trata tanto de que el inversor no quiera afrontar más o menos riesgos, elemento que encuentra su compensación en la rentabilidad correlativa, sino de que no está en situación de evaluar el propio riesgo, y más cuando se enfrenta a la complejidad propia de una financiación estructurada.

Se puede afirmar que mediante la mejora crediticia se elimina la brecha existente entre las características de riesgo y flujos financieros derivados de los préstamos titulizados y los requerimientos de rentabilidad, riesgo y liquidez demandados por los inversores. Adaptación que se produce conservando la entidad cedente las ventajas que busca en la titulización y cumpliendo las disposiciones que permiten obtener tal tratamiento.

Existen diferentes clases de técnicas de cobertura, que se aplican en la actualidad, constatando como principal característica que en la mayoría de las ET concurren varias de esas técnicas, por lo

que tan relevante es conocer los mecanismos disponibles como la forma en que se pueden combinar para neutralizar los riesgos concurrentes.

No cabe referirse a un criterio tipológico suficientemente definitivo, ya que los mecanismos pueden ser prestados por entidades crediticias o aseguradoras relacionadas o no con la institución emisora; pueden otorgarse al tiempo de nacer la emisión, una vez que ya ha sido lanzada al mercado, y también habrá que contar con aquellas garantías que acompañaban a las operaciones crediticias que después se titulizan, generalmente de naturaleza aseguradora; pueden ser plenamente efectivos o bien condicionados a ciertos sucesos o al agotamiento de otras coberturas; incluso se puede diferenciar atendiendo a ámbitos geográficos o a etapas en el desarrollo de las ET.

En todo caso el criterio que goza de una mayor utilización es el que distingue entre técnicas de mejora crediticia interna y externa. Cobertura interna o implícita es la que se proporciona mediante el propio *paquete* titulado, es decir, suministrada por los flujos de caja que la agrupación genera.

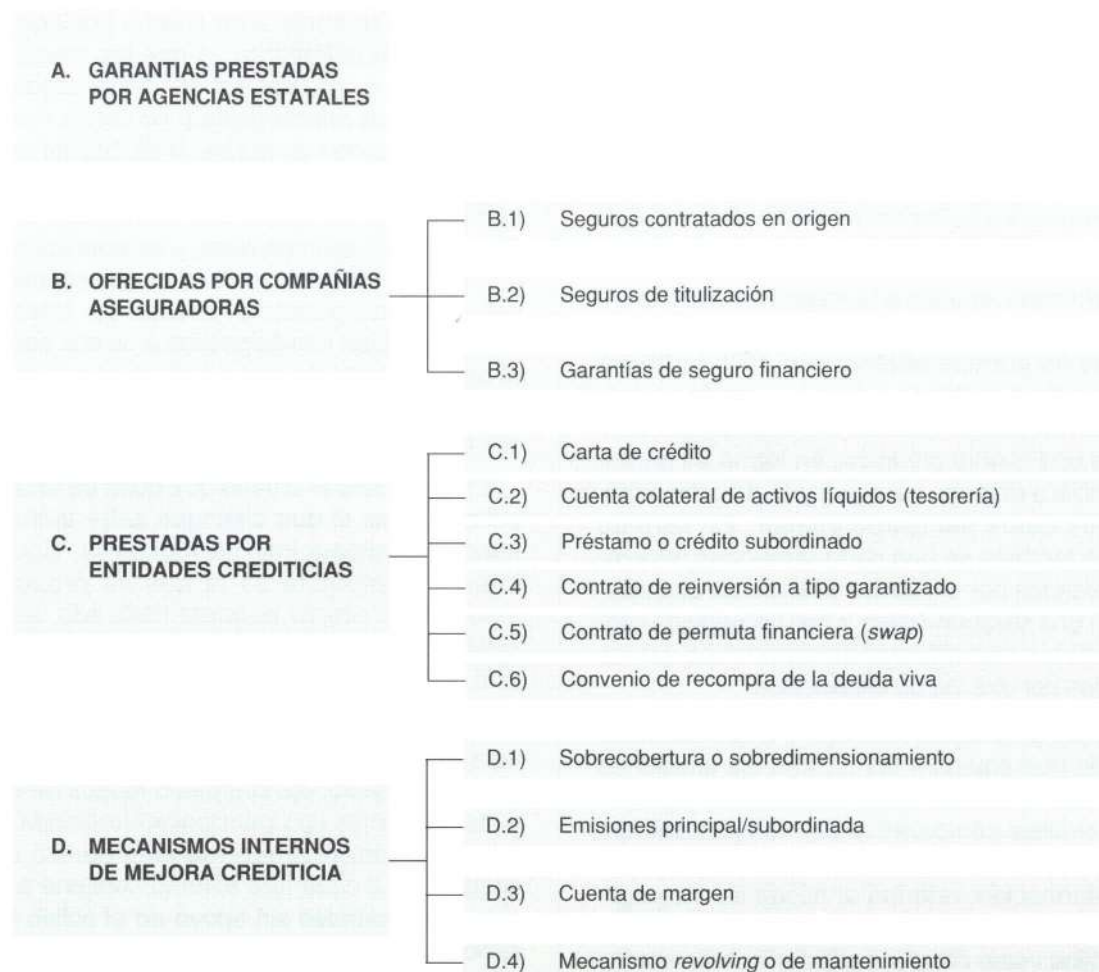
Principalmente las figuras que responden a esta acepción son la sobrecobertura o sobredimensionamiento, las cuentas o fondos de reserva y las emisiones tipo principal/subordinada, que a su vez admiten subvariedades dentro de ese esquema. La cobertura externa contiene aquellas que son prestadas sin apoyo en el activo traspasado y suponen por tanto unas contraprestaciones a favor de entidades financieras y/o aseguradoras entre las que no se excluye a la propia entidad cedente. Por exclusión, se incluyen en esta segunda categoría todas las demás, cualquiera que sea su naturaleza. Las mejoras externas acarrear la vinculación a la calificación crediticia de la entidad-soporte, lo cual puede suponer un riesgo adicional si esta última calificación se ve deteriorada.

Bajo la concepción amplia de mejora crediticia, destinada a cubrir los factores de riesgo que puedan afectar al servicio previsto de la deuda, distinguiremos diferentes clases de coberturas (18), que irán siendo analizadas a lo largo de los siguientes epígrafes y que figuran en el cuadro núm. 2.

#### IV. GARANTIAS PRESTADAS POR AGENCIAS ESTATALES

La cobertura prestada por agencias de carácter estatal (19) a las ET es peculiar del mercado norteamericano y se enmarca en una concepción

CUADRO NUM. 2  
SEGUN EL ORIGEN DE LA GARANTIA



normativa que, aplicada desde la década de los años treinta, busca facilitar la financiación de la vivienda y abaratar su coste, habiendo conseguido un mercado financiero hipotecario de extraordinario relieve en el conjunto de este sistema financiero.

En 1938 se crea la primera agencia estatal, denominada Federal National Mortgage Association (en siglas, FNMA o también *Fannie Mae*), que se crea con el objetivo fundamental de proporcionar un mercado secundario para los préstamos garantizados por la Federal Housing Administration (FHA). Este es un organismo que se constituye cuatro años antes para asegurar hipotecas a interés fijo y largo plazo, facilitando el acceso a la financiación para los adquirentes de viviendas y conseguir que fluyeran recursos prestables a las áreas más desfavorecidas.

En 1968 la agencia FNMA se escinde en dos, de un lado la propia subsistente con nuevas fun-

ciones y de otro se crea la Government National Mortgage Association (GNMA o *Ginnie Mae*), que va a gozar del pleno respaldo y crédito del gobierno de los Estados Unidos para asegurar el mercado basado en las hipotecas, a su vez garantizadas por otros organismos estatales.

En 1970 se crea la tercera agencia, denominada Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC o *Freddie Mac*), para prestar respaldo también a las operaciones financieras no incluidas en las hipotecas garantizadas por los organismos antes citados (que denominaremos hipotecas convencionales). Al mismo tiempo se autoriza a la FNMA a adquirir hipotecas convencionales a efectos de su posterior titulización.

Estas tres agencias (FNMA, GNMA, FHLMC) y los organismos mencionados, a través de sus programas de actuación, han posibilitado el logro de los siguientes objetivos:

1) Aseguramiento o cobertura del riesgo crediticio de los préstamos hipotecarios, permitiendo en un primer estadio acceder a la financiación a personas sin la solvencia bancaria suficiente y en un segundo hacer más atractiva la compra de carteras hipotecarias.

2) La introducción y posterior promoción de clases de préstamos hipotecarios (20) más atractivos para prestatarios e inversores.

3) Lanzamiento al mercado de las primeras ET compuestas por títulos *pass-through* y después también *pay-through*, valores atractivos para los grandes inversores institucionales al tener garantizado el pago ante cualquier circunstancia adversa.

4) Armonización de las condiciones crediticias de las hipotecas y unificación de la documentación relacionada. Son cánones impuestos por las agencias en sus programas si se quiere obtener la correspondiente garantía.

5) Inyección de liquidez en el mercado hipotecario al adquirir grandes paquetes de préstamos hipotecarios.

6) Otorgamiento de créditos blandos y otras facilidades financieras para posibilitar el acceso a la vivienda de las rentas más bajas.

La comparación de las emisiones que cuentan con el respaldo de las tres agencias obliga a separar previamente dos categorías. Por una parte está la agencia GNMA, incardinada en el Departamento de la Vivienda y el Desarrollo Urbano, formando parte, por tanto, de la estructura gubernamental. Por este motivo las emisiones que cuentan con su garantía se consideran por el mercado de la misma calidad crediticia que la deuda pública.

Por el contrario, FNMA y FHMCL son corporaciones cuyo capital en la actualidad cotiza en el mercado bursátil americano, no reciben subvenciones y tributan al régimen general. El apoyo financiero que puedan recibir del Gobierno no permite que las emisiones garantizadas por estas agencias cuenten con la garantía del Estado, como sí sucede en el caso de GNMA. Esta diferenciación tiene su reflejo en la exigencia por los inversores de unos mayores diferenciales de rentabilidad en compensación por el teórico mayor riesgo asumido. No obstante, esta lógica no siempre la recoge el mercado, especialmente en las llamadas emisiones derivadas del tipo *pay-through*.

Estas agencias tienen unos programas definidos en base a unos parámetros que conllevan que

no todos los préstamos hipotecarios concedidos por las instituciones crediticias son aptos para incluirse en estos programas y contar con la garantía de la agencia correspondiente. Estas hipotecas no ajustadas a las condiciones promulgadas por cada agencia estatal se denominan convencionales o no conformes y deben conseguir otras formas de mejora crediticia.

Los parámetros que caracterizan los programas de emisiones aseguradas por las agencias estatales son el tipo de garantía concedida (21) el número de entidades cedentes incluidas, el tipo de hipotecas admitidas, las características de los préstamos agrupados y el procedimiento de pago.

## V. GARANTIAS OFRECIDAS POR COMPAÑIAS ASEGURADORAS

En este apartado deben incluirse los mecanismos de cobertura, facilitados por un lado por compañías que desempeñan su actividad aseguradora en diferentes ámbitos de riesgo y por otro por sociedades cuyo objeto exclusivo de actuación es la garantía financiera, sometidas estas últimas a un régimen específico. Previamente vamos a considerar los contratos de seguro que habitualmente acompañan a las operaciones de préstamo que después son titulizadas.

### 1. Seguros contratados en origen

Son pólizas suscritas al tiempo de formalización de la operación de préstamo (22), especialmente en el campo hipotecario.

La primera modalidad es el seguro que se formaliza a beneficio del prestamista en aquellos casos en que el deudor puede pagar las cuotas periódicas pero no está en condiciones de afrontar suficiente desembolso inicial para que la *ratio* de endeudamiento (LTV) no supere el porcentaje recomendado (en condiciones normales no excede del 80 por 100). En estos casos el exceso lo cubre en una determinada proporción la compañía de seguro, para el caso de impago, soportando la prima correspondiente el cliente de la entidad, incrementándose por tanto el coste efectivo de la financiación.

La segunda modalidad es el llamado seguro de amortización, generalmente contratado y afrontado por el deudor, aunque a veces lo imponga la

entidad bancaria, cuya finalidad es garantizar el pago comprometido de capital e intereses en el supuesto de fallecimiento del prestatario. Las cuotas, por tanto, son abonadas por la compañía de seguros, quedando los herederos liberados de tal carga financiera. En esta modalidad la prima es variable y su determinación se realiza por las reglas generales del ramo de seguro de vida.

En las operaciones de financiación no hipotecaria y que son objeto de titulización, la segunda modalidad reseñada también es posible, aunque lo más frecuente es la contratación impuesta por el financiador para cubrir esencialmente los riesgos que puedan mermar o incluso eliminar el valor del bien financiado. Es el caso de la financiación del automóvil o de los bienes adquiridos mediante *leasing*. La cobertura que puedan prestar estas pólizas en relación con las obligaciones pendientes del deudor es de difícil previsión y desde luego no ofrecen el grado de protección de las descritas para las operaciones hipotecarias. Además, si el deudor ostenta la posición de propietario del bien financiado, la reversión de la indemnización a favor del acreedor (y por ende el cesionario de dichos contratos) no es directa ni asumible jurídicamente salvo excepciones.

Estas modalidades de garantía (23) se traspasan a favor del FT al acompañar a los préstamos cedidos y contribuyen a preservar la devolución del capital a favor del cesionario adquirente. Dos notas deben ser resaltadas al considerar su trascendencia como mecanismos de cobertura:

a) Ninguna de las coberturas descritas, en caso de hacerse efectiva, mantiene el pago de los intereses, ya que supone la entrega de un capital pactado que deberá ser reinvertido por la sociedad gestora de acuerdo con las condiciones vigentes.

b) Las indemnizaciones, aunque jurídicamente no exista duda de que corresponden al FT, se entregan con el retraso propio del proceso necesario de reclamación, retraso que puede ser más perjudicial que el mismo impago para el FT en determinadas condiciones.

En definitiva, se trata de mecanismos de cobertura (24) básicamente del riesgo crediticio o de impago contratados a favor de la entidad concedente del préstamo, previos e independientes del proceso posterior de titulización, y que se traspasan a favor del FT como el resto de garantías que acompañen a las operaciones cedidas, incluso afianzamientos personales.

## 2. Mejoras de titulización ofrecidas por entidades de seguro

Nos referimos a las coberturas prestadas por compañías de seguro que operan además en otras ramas de actividad, dejando como categoría independiente la llamada garantía de seguro financiero suministrada por entidades que hacen de la misma su único objeto social. La cobertura prestada por las compañías de seguro no asegura la devolución del principal y los intereses a los bonistas, sino que va dirigida a mantener el valor de los activos que respaldan la ET. Quedan fuera, por tanto, los demás elementos de riesgo que en su momento definimos, y que también pueden perjudicar el normal cumplimiento de las obligaciones asumidas por el FT para con los bonistas.

El funcionamiento de esta garantía se inicia cuando el prestatario no cumple, y transcurrido el plazo marcado por la entidad administradora, se procede a realizar la garantía para intentar cubrir la deuda total pendiente, incluidos los distintos conceptos pactados en el respectivo contrato. Cuando el bien afectado se realiza, la compañía de seguros entra en acción aportando la diferencia entre el importe de la deuda exigible y el valor neto obtenido en la venta forzosa, cubriendo además el coste de la financiación transitoria contratada en su caso para mantener el pago puntual y completo a los bonistas (25). Este es el esquema general de aplicación de las pólizas de seguros destinadas a la mejora crediticia de las ET, aunque, además de las matizaciones fruto de cada negociación específica, existe alguna variación impuesta por el propio marco normativo de la titulización. Habitualmente se exige a la compañía de seguros una calificación análoga a la pretendida para la ET, o en su defecto, que se obtenga dicha calificación a través del consorcio de entidades reaseguradoras que asuman el riesgo en segunda instancia.

La magnitud de la cobertura otorgada de acuerdo con la experiencia del mercado norteamericano y el inglés, ámbitos donde este mecanismo de mejora ha tenido gran expansión, alcanza desde el 6 hasta el 15 por 100 del nivel de pérdidas de la cartera como consecuencia del riesgo crediticio. Una vez asegurado este primer tramo de pérdidas, el coste marginal de aumentar la cobertura disminuye notablemente, ya que se trataría de pérdidas excepcionales en relación con la experiencia histórica de la cartera en lo que se refiere a préstamos hipotecarios.

La redistribución del riesgo que implica el reaseguro posibilita que las compañías inicialmente

soportadoras del riesgo acaben con porcentajes normalmente inferiores al 10 por 100 del total. Existen dos tipos de acuerdos sobre el reaseguro. El primero consiste en el establecimiento de un marco dentro del cual existe un compromiso para reasegurar cualquier operación que se plantee, siempre y cuando reúna las condiciones fijadas en el convenio. El segundo es el que se negocia para cada operación singular, y puede ser en cada caso con distinta compañía. Acordada la cesión del riesgo, se puede realizar de manera proporcional, asumiendo cada compañía una cuota del total y dentro de cada cuota con la misma exposición en tiempo, vigencia del compromiso y con responsabilidad indistinta. También puede acordarse diferenciando el período temporal de compromiso para cada reasegurador y además estableciendo prelación a los efectos de responder de las pérdidas que puedan acaecer (26).

En las valoraciones financieras que se ofrecen, el impacto de la prima se cifra en un intervalo que oscila entre 8 y 15 puntos básicos por año (27) para una vida media de la emisión de cinco a siete años.

Las perspectivas en Europa para esta forma de mejora crediticia son indudables especialmente para aquellos países en los que las ET todavía están en una fase de nacimiento. La flexibilidad que tienen las pólizas de seguro, la capacidad para diversificar riesgos por ramas de actividad de que disponen las compañías y la redistribución que permite el reaseguro, hacen que esta cobertura pueda figurar en la mayoría de las emisiones, de titulización hipotecaria o no, coexistiendo con otras modalidades bancarias o incluso de naturaleza interna. Las restricciones que imponga en cada caso el marco normativo aplicable y la naturaleza de los activos de cobertura aconsejarán la fórmula finalmente adoptada.

### 3. Garantías de seguro financiero

Esta modalidad de cobertura, en su concepción actual, data de hace más de veinte años en Estados Unidos con la creación de la Municipal Bond Insurance Association (MBIA), asociación dirigida a asegurar emisiones realizadas por corporaciones municipales. Es un producto novedoso en nuestro continente y la mayor parte de las compañías que lo prestan son de capital norteamericano (28). Este tipo de cobertura tiene que ser prestado por compañías monolínea, es decir, dedicadas exclusivamente a la garantía financie-

ra, también denominada bono de seguro, a diferencia de la cobertura que prestan las compañías aseguradoras que operan simultáneamente en otras ramas de actividad como puedan ser el seguro de vida, de daños, sanitario o de propiedad.

El principal activo con el que cuentan este tipo de compañías es su acreditada solvencia, reflejada en el máximo *rating* otorgado. En los veinte años de funcionamiento del sector no ha habido ni una sola rebaja (29) de la calificación de la compañía o de emisión respaldada por alguna de ellas. Realmente estas entidades están haciendo del préstamo de su solvencia su principal explotación, ya que el inversor deposita su confianza en el aseguramiento facilitado por la entidad, ocupando el análisis de los riesgos estructurales y de los activos de cobertura un segundo plano.

El concepto de garantía de seguro financiero podemos tomarlo de la ley sobre garantías financieras promulgada por el Estado de Nueva York (1989), marco normativo para la mayoría de las sociedades monorriesgo, que establece que en virtud de la garantía contratada, la pérdida que se produzca es pagadera si se demuestra que ha sido producida por la falta de cumplimiento de un deudor de su obligación de pago, debido a incumplimiento o insolvencia. Se cubre en principio el riesgo crediticio, no el riesgo de mercado, es decir, no el motivado por alteraciones en los precios o cotizaciones de los activos subyacentes.

La garantía más habitual es la que asegura la devolución total y puntual de capital e intereses de las emisiones respaldadas. Es la llamada *garantía cien por cien*, que para hacerse efectiva sólo exige la reclamación pertinente por parte del bonista. También algunas entidades ofrecen garantías parciales compitiendo directamente con otras modalidades en este segmento, como las cartas de crédito o la garantía de las compañías multirriesgo. Es factible además que se garantice, alternativamente, la devolución del capital o el pago de intereses o que se cubra el servicio financiero total, pero únicamente de los tramos subordinados, lo cual se aproxima a la cobertura total del riesgo crediticio de toda la emisión de titulización.

Finalmente, se ofrecen coberturas específicas para contratos bilaterales suscritos por el FT para asegurar el riesgo de interés o de tipos de cambio.

La garantía total o cien por cien es la que predomina en la operativa de estas entidades. Esta

modalidad, de especial aplicación en las ET, cubre todos los riesgos que hemos puesto de relieve en el apartado anterior, ya que el bonista sabe que cualquiera que sea el factor de riesgo, él percibe los flujos comprometidos. Ahora bien, para que se formalice esta garantía las compañías proveedoras exigen que la protección primaria ya esté contratada. Es decir, para que se obtenga esta cobertura es necesario que ya cuente la ET con un mecanismo de cobertura que al menos permita que la emisión sea merecedora de un *rating* perteneciente a la escala de inversión, lo que se traduce en, al menos, la protección frente a la tasa prevista de fallidos de la cartera agrupada.

La prestación de SGF por las compañías especializadas depende en gran medida del mercado de reaseguro, es decir, de la posibilidad de recolocar total o parcialmente el riesgo asumido. Además, mediante la participación de las compañías de reaseguros la sociedad proveedora del SGF puede aumentar su volumen de negocio e incrementar sus *ratios* de rentabilidad, porque en general el riesgo retenido se reduce más proporcionalmente que las primas compartidas.

El SGF presenta indudables ventajas en las emisiones realizadas en mercados en que el emisor no es conocido o son novedosas las emisiones estructuradas, ya que la intervención de la compañía proveedora, que goza de la máxima solvencia, se convierte en el elemento de confianza para los inversores al protegerles de cualquier riesgo potencial. Se ha afirmado que estas compañías, que en todo el sector financiero concentran en la actualidad el mayor número triple-A, ejercen de verdaderos representantes de los intereses de los bonistas, ya que bajo ningún concepto pueden soportar una degradación del *rating* de la emisión. Como elemento positivo para el sistema financiero, desde luego las compañías monolínea contribuyen a la innovación financiera en el ámbito de las financiaciones estructuradas. En el otro lado de la balanza nos encontramos con el coste, por lo general más elevado que las otras modalidades de mejora crediticia, algunas de las cuales deberán acompañar además al SGF.

## VI. MEJORAS PRESTADAS POR ENTIDADES CREDITICIAS

### 1. Cartas de crédito

La denominación de esta forma de contrato bancario responde a la utilizada por los norteamericanos,

que la denominan *standby letter of credit* (30). Sin perjuicio de ciertas especialidades jurídicas, estamos ante una garantía o aval bancario. La entidad avalada es el FT, contratada la garantía por la sociedad gestora; los beneficiarios son los bonistas y el objeto del aval, o causa de que el banco prestador del mismo deba pagar, es la disminución de los ingresos previstos por el conjunto titulizado como consecuencia de impagos por los deudores.

Estos afianzamientos o cartas de crédito se pactan por un determinado período, usualmente inferior a la vida de la emisión, y son renovables. Suelen contratarse limitando el aval hasta un determinado porcentaje de pérdidas en el paquete titulizado, y el banco recibe a cambio una comisión inicial o de formalización de la garantía, y además una comisión periódica o de mantenimiento fija o en función del saldo de deuda viva.

Es factible que se pueda avalar el pago puntual y completo a los bonistas, pero es infrecuente, por lo que esta posibilidad queda reservada a los seguros de garantía financiera. Están más próximas las cartas de crédito a la garantía prestada por compañía aseguradora, sólo que en el campo de las ET es distinta la aplicación de una y otra. Mientras que el aval bancario irrevocable (31) es efectivo cuando el nivel de flujos de los préstamos titulizados no alcanza un determinado nivel, la póliza de seguros indemniza cuando se producen pérdidas en la generación de ingresos procedentes de una determinada operación, incluida la realización de la correspondiente garantía. Esta distinción implica que puede ser aplicable la garantía aseguradora y no la carta de crédito, en el supuesto que ambas modalidades concurren en una emisión.

La garantía bancaria predominó en los inicios del mercado, sobre todo en Estados Unidos, y en menor grado en Inglaterra, aunque en algunos casos no como mecanismo de mejora principal. El coste para la entidad crediticia y la repercusión del coeficiente de solvencia hace preferibles las ET de menor plazo. Además, la titulización casi siempre se origina en entidades crediticias y la prestación de esta forma de garantía es una consecuencia lógica de la actuación de las mismas, aparte del conocimiento por las instituciones financieras sobre este tipo de financiación estructurada, contribuyendo ambos factores a aumentar la confianza de los inversores.

Los principales inconvenientes que las cartas de crédito presentan como mecanismo de mejora residen en el coste más elevado que puedan tener



respecto a otras modalidades, especialmente las mejoras internas, y el impacto sobre la emisión de una degradación del *rating* de la entidad crediticia proveedora de la garantía.

De los distintos elementos que componen el coste merece un breve comentario la repercusión sobre los recursos propios que tiene esta modalidad de actividad bancaria. La prestación de avales o garantías a favor de terceros, actuación inserta en las llamadas operaciones fuera de balance, obliga a dotar una cantidad de recursos propios obtenida a través de un proceso bietápico. La primera fase consiste en convertir el importe de la garantía prestada en un equivalente activo como si se tratase de una operación crediticia. Los afianzamientos bancarios o cartas de crédito, tanto en la normativa bancaria norteamericana como en la europea, centrada en los países activos en titulación, convierten los nominales de los avales prestados al cien por cien, ya que consideran que son sustitutivos de préstamos directos. Una vez que se tiene el importe convertido, se aplica el correspondiente coeficiente de ponderación de riesgos, que depende de la naturaleza crediticia (solventía imputada por la correspondiente normativa) del cliente avalado. El FT no tiene personalidad jurídica, o si en algunas regulaciones se le reconoce, posee un mínimo valor patrimonial, por lo que quien está realmente contratando la garantía es la entidad crediticia originadora del proceso, y cuya calificación determinará la ponderación aludida.

El nivel de cobertura que prestan normalmente las entidades crediticias bajo esta modalidad, así como la posición de la garantía bancaria en relación a las demás mejoras introducidas (32), depende de elementos propios de la ET y del propio resultado de la negociación. En todo caso, podemos señalar que, de acuerdo con los activos de cobertura, el porcentaje oscila entre un 5 y un 15 por 100 sobre el volumen de deuda traspasada, y las comisiones repercutidas se mueven, según mercados, entre 25 y 150 puntos básicos por año de mantenimiento de la garantía.

## **2. Cuenta colateral de activos líquidos (tesorería)**

Es una inmediata derivación de la anterior buscando proteger a la ET de una rebaja en el *rating*-soporte de la entidad crediticia fiadora. Puesta en práctica desde 1990, consiste en obtener un préstamo bancario de una institución financiera y colo-

car el saldo prestado en una cuenta remunerada o invertirlo en activos financieros líquidos que gocen de un mínimo *rating* congruente con la calificación otorgada a la ET. Si los fondos obtenidos se reinvierten en la propia entidad prestamista o en valores a corto plazo emitidos por la misma, la remuneración obtenida por la financiación será precisamente la diferencia entre el interés efectivo del préstamo y la rentabilidad activa abonada por la colocación del importe del préstamo. El coste de esta fórmula se ha aproximado al que se cobra por las cartas de crédito, permitiendo inicialmente que exista una pantalla entre el *rating*-soporte de la entidad prestamista y el destino de la colocación de los fondos por la sociedad gestora, ya que los mismos no tienen que volver a la entidad prestamista como componentes de su pasivo y pueden colocarse en activos altamente líquidos, con elevado *rating* y sin que tenga que trascender su identificación.

Hasta el momento presente, la técnica no ha tenido una gran expansión, motivado sobre todo por la falta de entidades prestamistas, ya que con independencia de la finalidad básica de la operación como soporte complementario de una financiación estructurada, hay que asumir la posibilidad de perder la colocación por una revisión o rebaja del *rating* de firma.

## **3. Préstamo o crédito subordinado**

Es consustancial a un proceso de financiación mediante la emisión de bonos atendidos por una corriente de flujos desconocida en términos de certeza, que se cubran las necesidades transitorias de liquidez mediante préstamos o cuentas de crédito. Esta modalidad de mejora se caracteriza porque la financiación la proporciona la entidad originadora o cedente, teniendo el préstamo o crédito el carácter de subordinado, es decir, postergado en el cobro de intereses y capital al resto de acreedores del FT, incluidos, por supuesto, los bonistas.

Estos préstamos, al ser subordinados, devengan un interés superior a otra financiación en parecidas condiciones, y no son amortizados hasta el total reembolso de los bonos emitidos y consiguiente extinción del FT, salvo que se produzca el reembolso anticipado por algunas de las causas expresamente previstas. No obstante, el saldo dispuesto para el pago de los gastos de constitución y emisión puede ser devuelto paralelamente a la amortización de éstos, siempre que

existan recursos suficientes, respetando el orden de prioridad de pagos establecido.

#### 4. Contratos de reinversión a tipo garantizado

Destacábamos en el segundo epígrafe el riesgo financiero que se le presenta al FT derivado de la reinversión de las cantidades que recibe a mayores, respecto del calendario previsto, de amortización y que responden a la opción de cancelación anticipada ejercida por los prestatarios.

Además deben añadirse como flujos de entrada, con necesidad de reinversión temporal, los pagos morosos debidamente incrementados, los procedentes de la ejecución y realización de las garantías y, por supuesto, la disponibilidad transitoria que tiene el FT cuando no coinciden los períodos de pago de intereses y de abono de rendimientos a los bonos emitidos.

A los efectos de asegurar una rentabilidad activa a estas disponibilidades de tesorería inciertas en cuantía y temporalidad, y para coadyuvar al servicio financiero de los valores, la sociedad gestora normalmente formaliza un contrato de reinversión a tipo garantizado (fijo o variable) con la entidad crediticia cedente u otra vinculada con el suficiente *rating*.

Estos contratos suponen un elemento de estabilidad (33) y planificación para la actuación financiera del FT y se suelen pactar hasta la extinción del FT. Las agencias de *rating* utilizan escenarios adversos al proyectar el rendimiento posible para estas reinversiones y además exigen que se circunscriba a inversiones muy concretas el destino de esos fondos. Inversiones consistentes en Deuda pública, otros valores públicos o privados que cuenten con calificación a corto plazo coherente con la otorgada a los bonos emitidos o también depósitos bancarios con análogo *rating*. Todas ellas con la necesaria liquidez y fecha de realización nunca antes de la establecida, que usualmente coincide con la fecha de servicio de los bonos más próxima.

#### 5. Contratos de permuta financiera (*swaps*)

La gestión del balance del FT aparece condicionada por la planificación inicial y hasta su extinción obliga a una actuación adaptativa, en la medida en que la producción de flujos de entrada sea diferente a las simulaciones consideradas ini-

cialmente. El pasivo del FT está predeterminado básicamente desde el lanzamiento de la emisión y las posibles variaciones se producen en el activo en función del comportamiento impredecible de los prestatarios, concretamente si adelantan sus pagos, los retrasan o finalmente incumplen. La posible repercusión de estas alteraciones en los ingresos, y más específicamente la incidencia de la volatilidad de los mercados, debe protegerse como vimos en el apartado anterior.

No obstante, existe otra causa de exposición al riesgo de tipos de interés y de tipos de cambio, al margen de la conducta de los deudores, que surge cuando los flujos de ingresos y pagos están referidos a distintos tipos y/o denominados en diferente moneda y, por lo tanto, deben introducirse también procedimientos de cobertura.

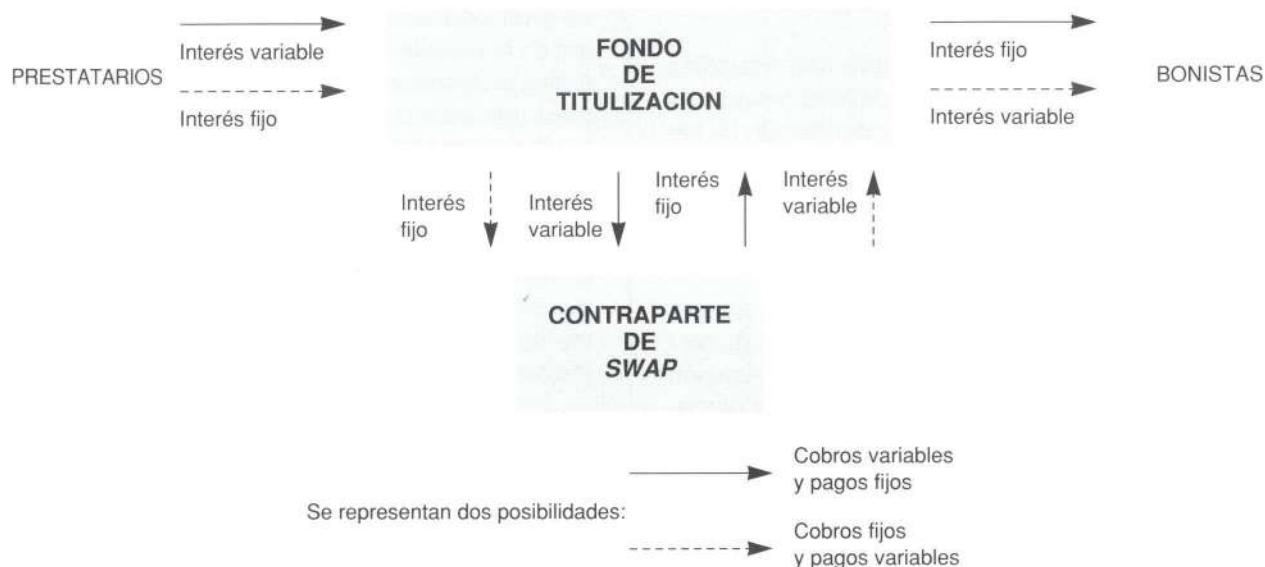
El riesgo de interés, centrado en el FT, surge por la distinta incidencia de las variaciones de los tipos de interés de mercado en el activo (préstamos adquiridos) y en el pasivo (valores emitidos). Concretamente hay tres supuestos de los que señalábamos en el segundo epígrafe que potencialmente pueden ocasionar problemas de liquidez al FT. Consisten en:

- 1) Percepción de intereses a tipo fijo y pago a tipo variable. Riesgo en caso de subida del tipo de referencia.
- 2) Percepción de intereses a tipo variable y pago a tipo fijo. Riesgo en caso de bajada del tipo de referencia.
- 3) Percepción y pago de intereses a tipo variable, pero con distinto índice de referencia. Riesgo en caso de evolución desigual de los indicadores.

La forma de cobertura más frecuente en las ET consiste en la contratación de permutas financieras de intereses o también llamados contratos *swaps*. Se trata de un contrato en que las dos partes acuerdan intercambiar dos flujos de pagos de intereses sobre un principal que sirve de referencia y durante un determinado plazo. Los dos primeros supuestos se formalizarían a través de la modalidad *coupon swap* (fijo contra variable) y el tercero con el *basis swap* (*swap* de bases) (34). En el caso de que haya que cubrir adicionalmente el riesgo de cambio se acude al llamado *cross-currency swap* (35) (*swap* cruzado).

Veamos esquemáticamente, en el cuadro número 3, cuál sería la posición del FT según la situación de partida al suscribir el *swap* de intereses y su confrontación con la evolución de los tipos de interés en el mercado.

CUADRO NUM. 3  
POSICION DEL FONDO DE TITULIZACION



POSICION DEL F. T.	RIESGO A CUBRIR	ACTUACION (*)
A) Recibe variables paga fijos	Disminución de tipos	Pagador variable
B) Recibe fijos paga variables	Aumento de tipos	Pagador fijo

(\*) Indica, en caso de evolución contraria a la cubierta, cuál es la obligación para el Fondo de Titulización.

En el supuesto, no recogido en el cuadro número 3, de que la diferencia se produzca en las bases de referencia para la determinación de los intereses variables, lo más aconsejable es que se acuda a una permuta en la que se obtengan intereses referenciados con la misma base con la que se calculan los intereses variables abonados a los bonistas.

Debe mencionarse el frecuente empleo de los contratos de permuta financiera para extraer parte o todo el margen financiero de la operación de titulización, margen a favor de la entidad cedente.

## 6. Acuerdos de recompra de la deuda viva

Mediante los mismos se consigue proporcionar liquidez al FT cuando el saldo vivo de operaciones traspasadas no rebase un determinado nivel respecto al volumen de deuda inicialmente titulizada. Acuerdo que debe formalizarse con una entidad financiera que posea el *rating* suficiente y que no

excluye a la propia entidad originadora. Según el marco regulador y la estructura de costes, los recursos obtenidos pueden destinarse a la amortización de los valores todavía no amortizados o bien cumplir el calendario de reembolsos inicialmente previsto.

## VII. MECANISMOS INTERNOS DE MEJORA CREDITICIA

### 1. Sobrecobertura o sobredimensionamiento

Consiste en la cesión al FT de un conjunto de préstamos cuyo valor financiero supera al importe recibido como consecuencia de la emisión de los bonos, por lo que el FT no tiene, en este caso, un valor patrimonial nulo. Precisamente ese exceso de generación de flujos sobre los pagos comprometidos constituyen el excedente para hacer frente al riesgo crediticio y, en general, a las necesidades de liquidez que se le puedan presentar al Fondo.

Es un sistema de mejora no utilizado en demasía, aunque por supuesto es una de las opciones posibles, y así aparece contemplado por la legislación francesa como una de las modalidades dentro de la lista cerrada que ofrece.

Las razones fundamentales que han disuadido una generalización de esta modalidad residen en el elevado coste que tiene la inmovilización de las inversiones en el activo del FT y, también la incidencia de la fiscalidad, que penaliza (36) la cesión al Fondo de una cartera que supere el importe de la deuda a emitir.

La mayor utilización que se ha realizado de esta modalidad corresponde a operaciones que no responden estrictamente al concepto de titulización que hemos delimitado, ya que están más cercanas a la financiación de la cartera de operaciones crediticias, que permanecen en el balance del originador. Nos estamos refiriendo a operaciones de refinanciación como pueden ser los bonos respaldados por hipotecas, figura operativa en Estados Unidos, Alemania y en España (cédulas y bonos), por citar tres ejemplos destacados.

También nos encontramos con la utilización de la sobrecobertura en el campo de la titulización de operaciones de financiación a través de tarjetas de crédito. En estos casos atiende a una doble finalidad. La primera, cubrir el riesgo de impago y morosidad a través del exceso de generación de corrientes de pago sobre el servicio de deuda exigido por la emisión realizada. La segunda, proteger a los inversores de la cancelación anticipada que puedan afrontar los titulares de las tarjetas, acortando la vida financiera de los valores emitidos, que por otra parte, ya por definición en estas operaciones tendrán un vencimiento inferior al resto de financiaciones estructuradas.

## 2. Emisiones principal/subordinada

Consiste en la distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de desigual manera entre los inversores que adquieren los bonos procedentes de la ET. En su versión más sencilla supone el lanzamiento de dos clases de títulos, es decir, la división de la emisión total en dos tramos, uno principal y otro subordinado:

— El tramo principal o clase A, que representa la mayoría de la emisión, goza de mejor *rating* que el otro tramo, y va destinado a inversores que buscan un riesgo crediticio y de tipos de interés reducido.

— El tramo subordinado o clase B, cuya principal nota definitoria es que soporta todos los retrasos e incumplimientos que puedan producirse en los préstamos de cobertura. De tal forma que, si se producen las pérdidas estimadas, los inversores de la clase A cobrarán puntualmente las cantidades prometidas de principal e intereses, y no les afectarán los incumplimientos. Esto supone que al hacerse cargo la clase subordinada del riesgo crediticio de toda la emisión suelen tener, los títulos que la componen, mayor vencimiento, una duración más incierta, un menor *rating* y un mayor rendimiento que los valores de la clase principal. Esta mayor rentabilidad que los acompaña es precisamente el coste financiero de esta modalidad de mejora crediticia interna.

En los mercados financieros en los que las ET gozan de una mayor importancia esta modalidad de mejora predomina sobre las demás. En Estados Unidos se utilizan para la mejora de las emisiones basadas en hipotecas convencionales, es decir, no susceptibles del aseguramiento por agencias estatales, desde finales de los años setenta, mientras que en Europa (37) la primera emisión A/B tiene lugar en Inglaterra en 1987 y en Francia arrancan y predominan desde la promulgación de la ley en 1988; en nuestro país la primera se realiza en 1993.

Esta modalidad presenta ventajas relevantes, seguramente la fundamental que evita la dependencia de la solvencia y consecuente calificación de una entidad externa, que, como puso de relieve la rebaja sufrida en los últimos años por varias entidades mejoradoras (aseguradoras y financieras), en los mercados financieros internacionales puede afectar al propio *rating* de las emisiones respaldadas. Además, al tener que mejorar en todo caso la clase o clases subordinadas, aumenta el número de entidades que pueden participar en la mejora, ya que dichas clases aspiran a una menor calificación crediticia.

También las emisiones A/B distribuyen el coste de la mejora por riesgo crediticio financieramente mejor al materializarlo en el mayor margen que cobran los adquirentes de dichos títulos durante la vida de la emisión cuando las mejoras alternativas repercuten sus tarifas al menos en una cantidad significativa en el momento del lanzamiento de los títulos. En definitiva, la incorporación del riesgo crediticio de una determinada emisión a un tramo de la misma permite una asignación de mercado y eficiente de dicho riesgo, ya que si la entidad cedente no retiene la clase subordinada, será adquirida por los inversores cuya aversión al ries-

go sea compatible con el que incorporan esos valores.

La necesidad de una profundización en el estudio de los activos de cobertura, la mayor complejidad en la preparación de las emisiones y la necesidad de que las clases subordinadas tengan suficientes demandantes, constituyen los principales inconvenientes de esta modalidad de autoprotección.

La demanda potencial de las clases subordinadas es el aspecto crucial sobre el que descansa el desarrollo de esta modalidad de mejora. El candidato natural para adquirir el tramo subordinado es la entidad originadora o cedente, principal interesada en que la emisión se coloque y consiga el efectivo traspaso y conversión en liquidez de la cartera traspasada. Ahora bien, esta adquisición depende, por encima de otros factores, de la normativa sobre solvencia (38), es decir, de los recursos propios que esa compra inmoviliza (39).

Las clases subordinadas pueden ser dirigidas a los inversores en general. En mercados muy desarrollados tienen gran aceptación, y entre sus demandantes se encuentran compañías de seguro, empresas no financieras, gestores de cartera fija especializados en esta clase de instrumentos, etcétera. La mayor retribución que incorporan los valores subordinados está en función de la calidad crediticia de la cartera agrupada, la existencia de alguna modalidad, cobertura específica para dicho tramo, la madurez del mercado de lanzamiento, el capital propio que deba asignarse y, por supuesto, debe plantearse el coste de oportunidad respecto de mecanismos de protección alternativos.

En la modalidad principal/subordinada pueden producirse estrangulamientos transitorios de liquidez para hacer frente al servicio de la deuda principal. Para paliarlos se han introducido dos procedimientos, que son el fondo de reserva y el traspaso de flujos (40). Mediante el primer mecanismo se crea el fondo con una aportación inicial del originador, que al final tendrá derecho a recobrar. Después se completa hasta alcanzar un determinado nivel, revisable a lo largo de la vida de la emisión, mediante los flujos destinados a la amortización del principal y/o intereses de la clase subordinada, y que quedan condicionados al servicio financiero de la clase preferente.

El segundo mecanismo no consiste en crear un fondo líquido, sino en dirigir los flujos destinados a la cancelación anticipada de la clase subordinada hacia la amortización de la clase principal, con lo que aumenta la magnitud de aquélla en el total de

la emisión y se acelera la amortización de ésta. Esta imputación disminuye tras el período de tiempo durante el cual no puede reducirse la protección de la clase principal en función del saldo de capital vivo. Comparativamente, la compensación ante faltas de liquidez que afecten a los bonos principales es inmediata en el primer mecanismo, y en el segundo la compensación tiene lugar con posterioridad, incrementando los futuros flujos financieros destinados a dichos titulares, por lo que suele ser preferido el fondo de reserva (41).

En la actualidad las tendencias respecto a esta modalidad pasan, por un lado, por crear emisiones con varios tramos subordinados en los que el riesgo crediticio sea soportado secuencialmente, comenzando por la última clase y agotada ésta ir respondiendo sucesivamente las demás en función de su respectivo volumen. Sería, por tanto, un esquema de imputación subsidiaria de las pérdidas estimadas por insolvencia. También se diseñan emisiones en las que el riesgo es soportado por todas las clases de forma simultánea y en función del saldo nominal de cada una o del balance remanente en el momento de la imputación. Por otro lado, este tipo de emisiones se prestan a incorporar innovaciones que responden a las exigencias de los inversores, como por ejemplo estructurar la clase subordinada a través de valores con interés acumulado, es decir, con pago de los intereses y capital de una sola vez a la fecha de amortización.

### 3. Cuenta de margen

La cuenta de margen supone un mecanismo de mejora al proporcionar un soporte de liquidez para proteger al FT de cualquier disminución o retraso que pueda producirse en los flujos de entrada previstos. La cuenta se forma por el diferencial entre los intereses abonados por los prestatarios originales y los rendimientos abonados a los bonistas, descontando, en su caso, aquellos conceptos de gastos que supongan pagos a terceros que presten servicios a la emisión. Estas diferencias netas que alimentan la cuenta son debidamente reinvertidas, teniendo en cuenta además que existen desfases temporales derivados de la diferente frecuencia de capitalización entre unos y otros flujos. Habitualmente la cuenta se deposita en la propia entidad cedente, siempre que ésta disponga de una calificación crediticia suficiente para no comprometer el *rating* de la emisión de titulización.

Este mecanismo implica, por tanto, que la entidad cedente, originadora del proceso, supedita el

margen que pueda obtener de la operación al servicio financiero de los bonos, suponiendo, por tanto, un mecanismo interno de mejora.

La cuenta suele constituirse con una aportación inicial de la entidad cedente (42), y a partir de este saldo se van añadiendo los diferenciales comentados y restando los pagos previstos, según cuál sea la ordenación que se haya realizado de los procedimientos de mejora. Una vez que el saldo alcanza un determinado nivel, cualquier remanente es entregado periódicamente a la entidad creadora de la cuenta. Además, amortizados los bonos emitidos, el saldo que presente la cuenta se reintegra a la entidad cedente, y en ese momento se manifestará el correspondiente beneficio, por lo que dicha entidad estará interesada en tutelar y supervisar todo el proceso.

La valoración por las agencias de *rating* de esta modalidad de mejora está en función del saldo previsto durante la vida de la emisión y lo que representa respecto al total de la deuda. Hay que tener en cuenta que aquellos préstamos agrupados que motiven los mayores diferenciales serán los que ante una coyuntura bajista de tipos sean los que antes puedan cancelarse anticipadamente. Igualmente relevante para la estimación de esta modalidad de autoprotección es su incardinación en el conjunto de mejoras contratadas, siendo habitual que opere como primer colchón frente al riesgo de impago.

#### 4. Mecanismos *revolving* o de mantenimiento

La finalidad básica de esta operativa es proteger a los bonistas de la incertidumbre que acompaña a la devolución del principal por parte de los prestatarios. Incertidumbre derivada, como ya sabemos, del ejercicio de la facultad de cancelación anticipada. Mediante este mecanismo la entidad originadora se compromete, durante un determinado tiempo, habitualmente de uno a dos años desde que se lanza la emisión, a enajenar al FT contratos de condiciones análogas a los ya titulizados, recibiendo a cambio la liquidez derivada del prepago efectuado por los deudores. Con este procedimiento se consigue, por una parte, mantener el calendario previsto para los valores puestos en circulación y, por otra, asegurar que esas entradas monetarias mantengan el rendimiento financiero inicialmente previsto al diseñar la emisión de titulación.

Este mecanismo, que se plasma en el correspondiente contrato formalizado con la entidad ori-

ginadora, es más frecuente en la titulación de operaciones de financiación más sensibles a las variaciones a los tipos de interés y que además ya por definición no tienen vencimientos dilatados, como son las tarjetas de crédito o los préstamos para financiación de vehículos.

Finalidad similar se persigue con la sobre cobertura a la que ya nos hemos referido, así como mediante los contratos de reinversión a tipo de interés garantizado y, por supuesto, a través de la emisión de clases de vencimientos secuenciales o planificados. Figura contractual distinta es el compromiso por parte de la entidad originadora de reemplazar todas aquellas operaciones cedidas que no respondan a las condiciones financieras pactadas y que no supone nuevas adquisiciones, sino sólo reemplazos.

La opción elegida dependerá de la naturaleza de las operaciones titulizadas (velocidad de cancelación anticipada y vencimiento), la disponibilidad de cartera por la entidad originadora, volatilidad de tipos de interés y coste estimado de cada una de estas modalidades.

### VIII. LA APLICACION DE LAS MEJORAS CREDITICIAS

---

Conocidos los riesgos que acompañan a las ET, y que pueden perjudicar el servicio financiero de los valores emitidos, y expuestos los distintos mecanismos de cobertura, dediquemos este apartado final a considerar las mejoras imperantes en los mercados y cómo se presentan, exponiendo a título ilustrativo las aplicadas en las dos emisiones, hasta la fecha registradas en España, después de promulgada la Ley 19/1992.

La relevancia de las mejoras crediticias en las ET es trascendental, hasta el punto de que el proceso no hubiera alcanzado (43) la aplicación que muestran los mercados si no se hubieran desarrollado los mecanismos de cobertura que hemos expuesto en los apartados anteriores. La creación de una auténtica industria o actividad económica, fundamentada en las entidades crediticias y las compañías aseguradoras, ha permitido que la solvencia asociada con la entidad originadora fuese sustituida por la cobertura prestada por mecanismos externos o internos, con lo que se produce una reasignación eficiente de los riesgos derivados de las operaciones titulizadas y una distribución también eficaz de los riesgos generados por el propio proceso.

La mejora crediticia que necesariamente acompaña en la actualidad a las ET, cuyas principales modalidades han sido expuestas en los apartados anteriores, es contrastada y objetivada por el trabajo que realizan las agencias de *rating*, cuya calificación culmina el proceso de titulización. Esta objetivación ha permitido que el nivel de mejora se estime mediante criterios profesionales y externos, quedando a la voluntad de mejora del emisor el *rating* pretendido (44) y la elección de los mecanismos aplicables. No obstante, los mercados muestran que a pesar de esta valoración profesional e imparcial, se negocian valores de la misma calificación, incluso máxima, con mayor margen para los títulos procedentes de ET que para los representativos de capital-deuda financiera o no financiera; y también valores con diferenciales de rendimiento procedentes de diferentes ET con la misma calificación, pero conseguida con distinta mejora crediticia. Estas dos realidades no reflejan otra cosa que la estimación que hacen los inversores de la mayor complejidad o incertidumbre que acompaña a las ET y la distinta evaluación de los procedimientos de mejora.

Los métodos empleados para cuantificar el grado de mejora se basan fundamentalmente, como ya vimos, en la estimación, a partir de la experiencia de la entidad cedente, de las pérdidas previstas para la cartera titulizada y, a partir de esta cifra o baremo, por factores múltiples de carteras de referencia según la solvencia (y, por ende, *rating* pretendido) se determina la cuantía de la mejora. Como razonamos al desarrollar el concepto de mejora y enumerar los riesgos potenciales para el FT, para un conocimiento certero de la protección que supone la mejora crediticia, debe atenderse a la contribución que ésta presta para conseguir la neutralización de todos aquellos factores que puedan alterar el pago previsto a los inversores. Por este motivo, la determinación del esquema de mecanismos de mejora debe basarse en simulaciones de flujos de liquidez y alteraciones de la misma, incluyendo previsiones sobre todos los factores de riesgo incluidos y, por supuesto, la morosidad y la insolvencia.

La elección de la mejora crediticia para una ET no sigue reglas válidas con carácter general, sino que se basa más bien en un examen caso a caso. Sí que podemos extraer algunas conclusiones a partir de la experiencia de los distintos sistemas financieros en los que la titulización impera. Exponemos a continuación dichas conclusiones.

1) La cobertura no se alcanza en la actualidad mediante el empleo de una única técnica de mejo-

ra crediticia, sino que la principal nota definitoria es la combinación de distintas modalidades (45) que atienden al riesgo crediticio y a los demás derivados de la transformación de flujos que realiza el Fondo de Titulización.

Únicamente la garantía prestada por agencias estatales excluye evidentemente cualquier otra forma de cobertura. La coexistencia entre diferentes coberturas obliga a profundizar en las prioridades y procedimientos de pago, siendo trascendental la interrelación y jerarquía entre los diferentes mecanismos de protección.

2) En la mayor parte de las emisiones aparece uno de los mecanismos catalogados de mejora interna respondiendo a un lógico y muchas veces reclamado compromiso de la entidad originadora/cedente con el buen fin de todo el proceso plasmado en el servicio completo de la deuda emitida.

3) El mecanismo de cobertura que predomina, presente en más de la mitad de las ET, es la estructura clase principal/clase subordinada, seguida en importancia por la garantía prestada por compañía aseguradora o entidad crediticia (carta de crédito). Con menor penetración figuran procedimientos como la cuenta de margen, el seguro de garantía financiera o, últimamente, la cuenta colateral de activos líquidos. Esta ordenación atiende a la técnica predominante en cada emisión, ya que, como venimos insistiendo, no aparecen en solitario.

Además, la importancia relativa de cada modalidad ha ido variando desde que se inicia la titulización en cada sistema financiero dependiendo de aspectos tales como el marco normativo del proceso (*v. gr.*, el impulso francés a la estructura A/B), la revisión o rebaja del *rating* que puedan sufrir compañías aseguradoras o entidades crediticias (*v. gr.*, la rebaja en el Reino Unido de las calificaciones de compañías de seguro que mejoraban ET), la existencia en los mercados de ET plenamente aseguradas (*v. gr.*, emisiones en Estados Unidos con el respaldo de las agencias estatales), la profundidad del mercado de reaseguro o redistribución del riesgo inicialmente asumido y otros factores. Se distinguen tendencias en cada mercado, aunque con la armonización de la actividad de entidades de seguros y crediticias desde el prisma de la solvencia y la aplicación del principio de libre establecimiento, los mercados tenderán hacia una aproximación en las modalidades empleadas (46).

4) Dado el abanico de coberturas aplicadas en la actualidad y la importancia de cada una de

ellas, la alternativa más frecuente opone a la estructura A/B (y sus derivadas), de un lado, con la mejora crediticia externa prestada por una entidad crediticia o aseguradora (mono o multirriesgo), de otro, atendiendo por tanto a la cobertura básica del riesgo de insolvencia y retraso. Aparte de los elementos comparativos que se han tratado al abordar cada modalidad, señalamos a continuación aquellos más destacados que se ponderan al tiempo de tomar la decisión al respecto:

— La naturaleza de las operaciones titulizadas, si se trata de préstamos hipotecarios, *leasing*, tarjetas de crédito, etc. Para plazos cortos, las entidades crediticias y aseguradoras son las más activas.

— La flexibilidad en la aportación de liquidez que se pretenda de la modalidad de mejora, ya que, por ejemplo, es mayor la prestada por una garantía bancaria que la suministrada por una póliza de seguros o la implícita en la estructura A/B.

— La repercusión en la rentabilidad financiera de la ET que busca la entidad cedente, ya que algunas modalidades conllevan directa o indirectamente la afectación de recursos propios.

— La complejidad que presenta la arquitectura de la emisión, así como si se trata de primeras emisiones en el mercado o por el contrario ya

gozan de aceptación. A mayor complejidad y novedad en el sistema, tienden a prevalecer mejoras externas, salvo que la clase subordinada sea absorbida por la entidad cedente o sociedad vinculada.

— El coste de cada modalidad. En la medida que se puedan calcular sobre emisiones homogéneas, la más barata es la modalidad A/B, a continuación las garantías bancarias o pólizas de seguro y finalmente, con un mayor precio, la garantía cien por cien. Ahora bien, al gozar de un mejor *rating*, puede que el resultado final del proceso, plasmado en el margen financiero que obtiene la entidad cedente, aconseje acudir a la mejora crediticia de mayor precio.

— La modalidad A/B plantea el problema específico de la colocación de la clase subordinada que concentra el riesgo crediticio de la emisión. Si dicha clase se destina a los inversores, sin perjuicio de que cuente con mejora crediticia externa, contará con un mayor rendimiento reflejando precisamente el coste implícito de esta forma de cobertura.

A título ilustrativo, y como corolario, veamos el contenido básico de las mejoras crediticias aplicadas en las emisiones (47) que han tenido lugar en nuestro país al amparo de la Ley 19/1992, y cuyos datos más significativos se recogen en el cuadro núm. 4.

CUADRO NUM. 4  
MEJORAS CREDITICIAS

**CONDICIONES DE LA EMISION**

FONDO DE TITULIZACION: HIPOTECARIO 1  
SOCIEDAD GESTORA: EUROPEA DE TITULIZACION, S. A.  
ENTIDAD CEDENTE: BANCO HIPOTECARIO, S. A.

DATOS DE LA EMISION	NOMINAL (millones)	PRECIO DE EMISION Y REEMBOLSO	VALOR NOMINAL	INTERES NOMINAL ANUAL	INTERES (1) EFECTIVO	PLAZO (2)	CALIFICACION MOODY'S	PONDERACION COEF. SOLVENCIA
SERIE A (PRINCIPAL)	10.982	100 %	1.000.000 Ptas.	MIBOR a 3 meses + 0,40 % Pago trimestral	11,52 %	Hasta 27 / 11 / 2009	Aaa	50 %
SERIE B (SUBORDINADA)	518	100 %	1.000.000 Ptas.	MIBOR a 3 meses + 1,25 % Pago trimestral	12,46 %	Hasta 27 / 11 / 2009	A2	100 %

(1) Calculado sobre intereses brutos y considerando el interés del primer período (serie A = 10,59 % y serie B = 11,45 %) fijo durante toda la vida de la emisión.

(2) La última fecha prevista en el calendario teórico de amortización es el 27 / 2 / 2007. No obstante, para contemplar el retraso derivado de una posible recuperación por impago, se fija esa fecha como final. La vida media de los bonos se ha estimado en 6,35 años.

**CONDICIONES DE LA EMISION**

FONDO DE TITULIZACION: HIPOTEBANSA 1  
SOCIEDAD GESTORA: EUROTITULIZACION HIPOTECARIA  
ENTIDAD CEDENTE: HIPOTEBANSA

DATOS DE LA EMISION	NOMINAL (millones)	PRECIO DE EMISION Y REEMBOLSO	VALOR NOMINAL	INTERES NOMINAL ANUAL	INTERES EFECTIVO	PLAZO (1)	CALIFICACION IBERATING	PONDERACION COEF. SOLVENCIA
UNICA SERIE	13.500	100 %	1.000.000 Ptas.	10,25 anual Pago semestral	10,52 %	Hasta 30 / 06 / 2010	AA	50 %

(1) Vida media de los bonos de 5,62 años.



Los *elementos de mejora* empleados son:

1) *Préstamo subordinado o cuenta de crédito suplementaria*, cuya finalidad esencial es cubrir los gastos de constitución que debe soportar el FT, así como los desfases iniciales de tesorería consecuencia de la necesaria suscripción de las participaciones hasta que éstas generen los ingresos previstos.

El contrato de financiación, formalizado en ambos casos con una entidad crediticia perteneciente al mismo grupo que la originadora, está postergado en rango respecto a los demás acreedores del Fondo de Titulización.

2) *Contrato de reinversión a tipo de interés pactado*. Concebido esencialmente para reducir el riesgo de interés que afronta el FT respecto a la necesaria reinversión de los flujos intermedios de liquidez que obtiene y cuya causa fundamental será el ejercicio por los prestatarios de la opción de cancelación anticipada. Se define de manera más detallada en la emisión de *Hipotecario 1*, en la que se remunera tanto la reinversión de flujos de principal como de intereses, limitando además el destino transitorio de dichos fondos.

3) *Contrato de permuta financiera de intereses*. Atiende a la cobertura del riesgo derivado de diferencias entre los intereses activos y pasivos, con la diferencia de que en el caso de la emisión de *Hipotecario 1* el interés de los bonos es también variable, como el de los préstamos subyacentes, pero con distintos índices de revisión, fechas de modificación y frecuencias de pago.

4) *Fondo o cuenta de reserva*. Mecanismo que persigue garantizar, a través del mantenimiento de un nivel mínimo prefijado, en el peor de los casos, la liquidez suficiente para atender la cobertura del saldo vivo, en cada período, de la deuda emitida por el FT, constituyendo un procedimiento de autoprotección.

5) *Seguros de daños*. En ambas emisiones se traspasan a los FT, y por tanto a los bonistas respectivos, los derechos que procedan sobre las indemnizaciones provenientes de los contratos de seguros formalizados en origen al contratar los préstamos hipotecarios.

6) *Garantías otorgadas*. En ambos casos bien la entidad cedente, bien alguna entidad financiera del grupo, según el caso, garantiza la recompra de aquellas participaciones hipotecarias que no se ajusten a las condiciones pactadas, así como el *blindaje* jurídico del FT respecto a procesos de insolvencia en que puedan verse inmersos la enti-

dad cedente o la gestora. Asimismo, se aseguran las obligaciones asumidas por la entidad contraparte en el contrato de reinversión y en el contrato de permuta de intereses.

7) La diferencia fundamental entre ambas emisiones consiste en la existencia de *una clase principal* y una *clase subordinada* en la emisión de *Hipotecario 1*. La clase subordinada representa el 4,5 por 100 del total de la emisión y se establece la subordinación al afirmar que los pagos de intereses y de reembolso de principal de los bonos de la serie B estarán subordinados a los pagos de intereses y de reembolso de principal de los bonos de la serie A. El porcentaje que representa la serie subordinada se aproxima al porcentaje de impagados que se estima sobre la cartera inicial (que es del 5 por 100) y se distribuye linealmente los ocho primeros años. Al simular el comportamiento de la cartera se supone que se recupera el 65,62 por 100 del principal y el total de intereses ordinarios y de mora, además de los gastos suplidos, sin indicar el retardo temporal medio empleado en dicho recobro.

Configurada la titulización como auténtica cesión de cartera *pro soluto* no es posible en ninguno de los dos casos la apelación a la entidad cedente, y tampoco se acude a la sobrecobertura, al adquirir el FT un importe de participaciones igual a los bonos emitidos.

## NOTAS

(1) Mediante el concepto de riesgo nos referimos en este epígrafe a todos los factores que de manera contingente pueden afectar negativamente a la inversión del titular de los valores emitidos, es decir, que le exponen a posibles pérdidas económicas, consecuencia de la actuación de los deudores y/o la sociedad gestora y demás participantes.

(2) Esta función, típica del negocio bancario, añade los riesgos de liquidez y de tipos de interés, mientras el riesgo crediticio ya está presente en la mera función de intermediación. Las emisiones pioneras tipo *pass-through* del mercado norteamericano son las más identificables con una intermediación en sentido estricto. Véase Ducos, P.: «The macroeconomic implications of securitisation - a French point of view», en MORRISEY, H. (ed.): *International Securitisation*, IFR Publishing Ltd., 1992, pág. 246.

(3) Las razones para una posible prima de rentabilidad demandada en los títulos respaldados por activos son la mayor iliquidez, la mayor incertidumbre en los calendarios de pago debido a la posibilidad de cancelación anticipada, la posible rebaja en los *ratings*-soporte o la complejidad inherente a las ET. Estos aspectos son destacados para el mercado europeo en O'SULLIVAN, P., «Asset-backed securities. From niche to mainstream. What's in a guarantee?», en *Euromoney, International Bond Investor*, junio 1993, pág. 32.

(4) La importancia y desarrollo de la liquidez en las ET puede consultarse en el trabajo de BANTZ, B., y JACKSON, D.: «Review of the US asset-backed securities market», en MORRISEY, H., *ob. cit.*, págs. 33 y sigs. En este trabajo se analiza un producto de segunda generación como es un índice compuesto por distintas ET denominado Goldman Sachs Liquid Asset-Backed Securities Index.

(5) Enumeración de estos riesgos en los siguientes autores: BEAUMONT, R.: «Securitization structures in the UK», en NORTON, J., y SPELLMAN, P. (eds.): *Asset Securitization. International, financial and legal perspectives*, Blackwell Finance, 1991, págs. 56 y sigs.; RANDALL, C.: «Regulatory problems in the securitization of bank assets», en *Financial Services Yearbook*, National Center of Financial Services, 1988, pág. 149; LEWIS, M.: «Bank enhancements and subordinated debt», en SHAW, Z. (ed.): *International Securitisation*, MacMillan Publishers Ltd., 1991, pág. 172; HENDERSON, J., y SCOTT, J.: *Securitisation*, Woodhead-Faulkner Ltd., 1988, pág. 53; WEIR, R.: «Profile of a specialist mortgage lender», en BONSALL, D. (ed.): *Securitisation*, Butterworths Ltd., 1990, pág. 77, y en la misma obra, ORCHART, P.: «A merchant banker views the market», pág. 129.

(6) Por su parte, J. KEIGHLEY distingue cuatro áreas de riesgo en la titulización crediticia:

1) Riesgo crediticio o de insolvencia procedente de las operaciones titulizadas.

2) Riesgos estructurales derivados de la efectividad legal de la transmisión de los préstamos al FT, de la neutralidad fiscal de la operación y del cumplimiento de los requisitos impuestos por las autoridades monetarias.

3) Riesgos operativos en la actuación del FT que pueden producir mayores costes, incluso pérdidas.

4) Riesgos financieros derivados de alteraciones en los flujos como consecuencia de cancelaciones anticipadas o recuperaciones.

Nuestra tipología se centra en los riesgos que afectan a la producción de flujos a favor del FT; podemos llamarlos financieros incluyendo el riesgo crediticio y el operativo o de gestión, ya que la otra categoría de riesgo, el estructural, es el punto de partida de la propia operación, pues no puede exponerse una entidad a que la operación no tenga el tratamiento de titulización. La referencia en KEIGHLEY, J.: «Risks in securitisation transactions», en STONE, C.; ZISSU, A., y LEDERMAN, J. (eds.): *The global asset backed securities market*, Probus Publishing Company, 1993, pág. 99.

Aparte de la enumeración de riesgos que realizamos, se pueden encontrar algunos específicos derivados de características peculiares y propias de las operaciones titulizadas o de los valores emitidos. Ejemplos de este tipo de riesgos y su cobertura en MANSSON, F.: «Credit enhancement», en STONE, C. (1993), *ob. cit.*, pág. 170, que describe el riesgo de refinanciación, también presente en las emisiones de titulización de préstamos hipotecarios que se financian mediante papel comercial o valores a corto plazo. Este último supuesto en HELLMAN, C.: «MAES ECP N.1 PLC: An example of the risks and rewards of asset-backed eurocommercial paper», en STONE, C., y otros (1993), *ob. cit.*, pág. 292.

(7) Así considerado en la titulización, entre otros, en BEAUMONT, R.: «Securitization structures in the United Kingdom (with emphasis on mortgage-backed securities)», en NORTON, J., y SPELLMAN, B., *ob. cit.*, pág. 56; CARRASCOSA, A.: «El inicio de la titulización del mercado hipotecario español», en *Cuadernos Económicos de ICE*, noviembre de 1991, pág. 3688, y ROSEN-

THAL, J., y OCAMPO, J.: *Securitization of credit*, McKinsey & Company, 1988, pág. 9.

(8) Realizado por la Federación Hipotecaria de la CEE, titulado «Mesures de coordination des procédures de saisie-exécution immobilières», 1991.

(9) El riesgo crediticio tiene en las ET un tratamiento diferenciado aprovechando la experiencia de la propia entidad cedente. Previamente a la cesión del paquete seleccionado al FT, se depura el mismo para reducir en la medida de lo posible el riesgo de falencia. Rutinas habituales con este objetivo consisten en eliminar préstamos a empleados o personas físicas o jurídicas vinculadas, evitar un elevado riesgo sistemático producto de una notable concentración por sectores o por áreas geográficas y otras medidas que redundan en beneficio de la propia entidad originadora, que seguramente tendrá que asumir un determinado nivel de riesgo de pérdidas por impago.

(10) En este mismo sentido, LEVENFELD, G.: «Financiación tradicional del crédito hipotecario y titulización», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 14/15, 1991, pág. 55, y también ROSENTHAL, J., y OCAMPO, J., *ob. cit.*, pág. 66.

(11) Comparando los distintos valores emitidos en Estados Unidos en el ámbito de los *pass-throughs* hipotecarios y contando con pagos a meses vencidos por los prestatarios, nos encontramos con retrasos desde cuarenta y cinco días en los GNMA hasta los setenta y cinco días de los FHLMC (incluidos los treinta días de la pospagabilidad). La referencia, junto con un cálculo de la incidencia en el precio de esta demora de gestión, en LOWELL, L.: «Mortgage pass-through securities», en FABOZZI, F. (ed.): *The handbook of mortgage-backed securities*, Probus Publishing Company, 1992, págs. 71-72.

(12) Con una dimensión diferente en el caso de bonos de titulización debido a la incertidumbre de la cancelación total o parcial, que recibe analíticamente el tratamiento de opción implícita.

(13) Obviamos la trascendencia que desde una perspectiva de gestión patrimonial y cuenta de resultados tendrían para el FT las oscilaciones de los tipos de interés, debido a que nuestro objetivo en este trabajo consiste en definir los factores de riesgo que pueden incidir en los pagos que deben recibir los bonistas y los mecanismos de protección diseñados para hacerles frente.

(14) Sobre la distinta aversión al riesgo de interés del inversor final y del intermediario financiero cedente y la conveniencia de su reparto en el marco de la titulización, véase DUCOS, P., en MORRISEY, H. (ed.), *ob. cit.*, págs. 248 y siguientes.

(15) Pueden existir discrepancias notables, ya que si nos fijamos en el espacio financiero comunitario y para los préstamos hipotecarios, se pueden distinguir tres clases de tipos de interés variable:

1) A tipo revisable. La propia entidad ajusta el tipo activo según la evolución de sus costes de refinanciación.

2) A tipo de interés renegociable. El tipo se renegocia entre las partes al final de subperiodos pactados e inferiores a la duración total del contrato.

3) A tipo de interés referenciado. El tipo activo se marca en función de otro tipo que se pretende sea representativo de la evolución del mercado.

Por el contrario, la variabilidad de los intereses pagados a los inversores se determina mayoritariamente en función de un tipo de referencia, evitando la fijación unilateral o la periódica negociación.

(16) Ejemplo relevante son las emisiones del mercado inglés denominadas HMC Mortgage Notes 101-102 PLC, en las que se lanzaron valores a dos años y se titulizaron préstamos hipotecarios de vencimiento contractual a veinticinco años. La trascendencia que tiene la vida financiera de los activos a titularizar al diseñar la estructura es resaltada en BRADT, K., y McDONALD, J.: «Choices in securitisation», en STONE, C.; ZISSU, A., y LEDERMAN, J.: *Asset securitisation: Theory and practice in Europe*, Euromoney Books, 1991, págs. 223-225.

(17) Por todos, véase MILLARD, N.: «The development of credit enhancement in Europe», en STONE, C., et al. (eds., 1991), *ob. cit.*, págs. 47 y sigs. Este autor se refiere a la sustitución del amparo patrimonial que presta el balance de la entidad crediticia cedente por los procedimientos de mejora crediticia.

(18) Otra tipología que puede aportarse es la que diferencia tres categorías:

1) Coberturas contratadas al originarse las operaciones crediticias, con independencia de su titulación posterior.

2) Coberturas convenidas en el momento de diseñar la ET, constituyendo el núcleo fundamental de la mejora.

3) Coberturas que pretenden asegurar los desfases de liquidez motivados tanto por la gestión como por la transformación de plazos, ley financiera o moneda de pago.

Enumeración de técnicas de mejora crediticia en los siguientes trabajos: BUERGER, T., *ob. cit.*, pág. 28; WENMAN, S.: «Credit enhancement: Introduction and overview», en SHAW, Z., *ob. cit.*, pág. 189; KOTECHA, M.: «The role of insurance in asset-backed securities», en MORRISEY, H. (ed.), *ob. cit.*, páginas 195 y siguientes.

(19) Para el examen de estas agencias y sus programas de emisiones de titulación puede consultarse, por ejemplo, BARTLETT, W.: *Mortgage-backed securities*, Prentice Hall, 1989, páginas 108 y sigs. Exhaustivo y fundamentado sobre el mercado hipotecario norteamericano es el trabajo de MADRID PARRA, A.: *El mercado hipotecario*, (EE.UU.-España), Banco Hipotecario de España, 1988.

(20) Baste como muestra representativa que hasta la aparición de los programas de la FHA sólo existía en el mercado la hipoteca *globo* o de una única amortización del principal, de difícil asunción para cualquier establecimiento de crédito al ser a plazo largo. FHA introduce la hipoteca, clásica de los años posteriores, de amortización periódica de capital e intereses mediante el sistema progresivo y a quince o treinta años de plazo de duración.

(21) Las emisiones tipo *pass-through* completamente modificadas garantizan total y puntualmente el pago de intereses y el principal, cualquiera que sea la evolución de los préstamos titulizados, recibiendo la máxima calificación crediticia equiparable a la Deuda del Tesoro. Las emisiones modificadas garantizan a su tenedor el pago puntual de los intereses y la devolución del principal, aunque esta última no en el plazo estipulado. No obstante, sí que se marca un límite máximo para amortización del capital, sin que exceda habitualmente de un año desde la fecha comprometida con el bonista.

(22) El desarrollo de estas formas de aseguramiento puede consultarse por todos en FABOZZI, F., y MODIGLIANI, F.: *Mortgage and mortgage-backed securities markets*, Harvard Business School Press, 1992, págs. 69 y siguientes.

(23) No tratamos expresamente como modalidad de seguro contratado en origen el crédito *endowment*, habitual en

Inglaterra y trasplantado a otros países de Europa. Básicamente consiste en la combinación de la operación de financiación con un seguro de amortización superpuesto con una finalidad esencialmente fiscal. El prestatario paga cada período de liquidación los intereses sobre el nominal contratado, que se mantiene constante, y al mismo tiempo abona una prima prefijada, de acuerdo con una póliza de seguro cuya prestación consiste en amortizar al vencimiento del préstamo el importe de éste. De esta manera, si la legislación fiscal aplicable lo permite, se obtienen las ventajas fiscales consistentes en la deducibilidad máxima de intereses, ya que hasta el final no se amortiza nada del capital y también el beneficio fiscal de la operación de seguro suscrita. Ahora bien, desde el punto de vista de la cobertura del riesgo de insolvencia, esta modalidad no aporta mayor garantía; en el mejor de los casos puede alcanzar a la suscripción de un seguro de amortización.

(24) En determinados mercados como el inglés, las propias compañías aseguradoras son generadoras de préstamos hipotecarios, con lo que se les presentan tres líneas de producto para incorporar o aplicar a dichas operaciones. En primer lugar están las pólizas de garantía de indemnización hipotecaria; en segundo, las que amparan riesgos contingentes; y en tercero, las diseñadas para el paquete de préstamos agrupados, es decir, genuinamente de mejora crediticia. Las dos primeras han sido analizadas en este epígrafe y la tercera es la del siguiente.

(25) Usualmente se incluye este concepto en la póliza de seguros. Para el planteamiento del funcionamiento véase por todos, WENMAN, S.: «Insurance-based credit enhancement», en SHAW, Z. (ed.), *ob. cit.*, págs. 199-200.

(26) Véase SMITH, D.: «Financial guaranty reinsurance: bridging global asset-backed securities», en STONE, C., et al. (1993), *ob. cit.*, págs. 189-190.

(27) Datos obtenidos para ET hipotecarias, ya que para ET no hipotecarias los costes son superiores alrededor de 60 a 70 puntos básicos adicionales. Es difícil la comparación en base al coste con otros mecanismos de mejora, especialmente los de mayor implantación, como las cartas de crédito o las estructuras principal/subordinadas, desde el momento que la amplitud y operatividad de la cobertura no es igual. Sí que debe señalarse que en ámbitos como el europeo la regulación de los recursos propios es más permisiva para las compañías de seguro al determinar los mismos atendiendo más al volumen de primas facturadas que al riesgo económico asumido según ramas de actividad.

(28) No hay más de una docena de entidades monolínea de aseguramiento financiero, entre las que destacan AMBAC Indemnity Corporation, Capital Guaranty Insurance Company, MBIA (ya citada), Financial Guaranty Insurance Company (FGIC), Capital Markets Assurance Corporation (CapMac) y Financial Security Inc (FSA), estas dos últimas muy activas en el campo de las emisiones de titulación.

(29) La calificación triple A de que gozan estas compañías es otorgada por las principales agencias como S & P, Moody's y Fitch. En la actualidad no existe un número igual de Bancos que gocen de la mejor calificación. No obstante, mientras que para las compañías monolínea es esencial gozar de la máxima solvencia, el negocio bancario no exige tal requisito para un normal desenvolvimiento.

(30) La explicación del concepto y la distinción de figuras afines en BENNETT, B.: «Off balance sheet risk in banking: The case of standby letters of credit», en *San Francisco Federal Bank Review*, 1989, págs. 19-29, y MILLARD, N., y SEMKOW, B.:

«The new risk-based capital framework and its application to letters of credit», en *Banking Law Journal*, núm. 500, 1989.

(31) Que en su variante más rigurosa se configura como garantía a primera demanda, es decir, sin posibilidad de oposición de ninguna clase a la hora de cumplir la entidad avalista frente al beneficiario de la garantía.

(32) En la actualidad la combinación de la carta de crédito con modalidades internas de garantía como la cuenta de margen o la colateral implica que el recurso de la garantía bancaria no sea el primero. En todo caso es esencial, a este respecto, conocer en cada emisión cuál es la prelación de ingresos y disposiciones que corresponden al FT, ya que sólo a través del mismo se obtiene la jerarquización de los mecanismos de mejora introducidos. Es interesante contrastar, por ejemplo, la utilización diferente que se puede pactar de una carta de crédito en dos emisiones basadas en préstamos de la misma naturaleza, como por ejemplo la financiación de automóviles, mediando la misma entidad financiera mejoradora. Nos referimos concretamente a la emisión CARS en Inglaterra y la emisión de Citifin España, primera en nuestro país de préstamos de esa naturaleza, eso sí, antes de promulgarse el marco normativo de la titulización. La primera emisión se estudia en KEIGHLEY, J.: «The experience of CARS (UK)», en SHAW, Z., *ob. cit.*, págs. 85-105, y la segunda en LEWIS, M., *ob. cit.*, págs. 181 y siguientes.

(33) Aunque es factible acudir a operaciones de cobertura en mercados organizados como pueden ser permutas, futuros, opciones y *fras*, la ventaja de esos contratos es que ofrecen un traje a medida de las necesidades del FT que no puede estimar con la suficiente certeza cuáles van a ser sus excedentes, producto esencialmente de la cancelación anticipada. Además, la conveniencia de un contrato marco para toda la vida del FT se ve resaltada por la finalidad esencial de la actuación del propio Fondo, que no es otra que cumplir con las obligaciones de pago asumidas, finalidad que preside toda la planificación de la entidad gestora por encima de consideraciones de optimización de resultados a favor de la entidad cedente.

(34) Omitimos el supuesto de riesgo por intereses fijados sobre una misma base, para el cual se utilizaría la modalidad flotante contra flotante. En las emisiones de titulización este riesgo queda neutralizado porque la empresa contraparte del FT se acomoda para la liquidación a los períodos que tiene previstos el Fondo.

(35) En estas operaciones el intercambio no es sólo de flujos de intereses, sino de principal, que, por tanto, no es sólo de referencia o notional.

(36) Véase, por ejemplo, el caso francés en FRERES, M.; CAMBONE, V., y ALBESSARD, M.: «La titrisation», en *Option Finance*, número 174, 1991, págs. 26-28.

(37) La difusión en Europa de esta técnica en WENMAN, S., en SHAW, Z., *ob. cit.*, págs. 207-210.

(38) La legislación internacional aplicable en esta materia atiende como principios rectores al Acuerdo de Basilea aprobado en julio de 1988 por el Banco Internacional de Pagos de Basilea, Suiza. En el ámbito comunitario tiene carácter supranormativo la Directiva sobre solvencia de las Entidades de Crédito, no traspuesta todavía a todas las respectivas legislaciones nacionales.

(39) Con especial intensidad cuando uno de los objetivos de la titulización, como vimos, es la liberación de recursos propios con la mejora consiguiente de las *ratios* de rentabilidad económica y financiera.

(40) Estos procedimientos en GERBER, R.: «Introduction to private legal pass-through securities», en FABOZZI (ed.), *ob. cit.*, páginas 122-123.

(41) Véase FINNERTY, J.: «Sources of value-added from structuring asset-backed securities to reduce or reallocate risk», en la monografía de STONE, C., *et al.* (1993), *ob. cit.*, páginas 54-55.

(42) Aportación que debe tenerse presente a la hora de evaluar el coste efectivo que supone la titulización como fuente de financiación, ya que esa aportación implica afectación de recursos propios.

(43) Por todos, la significación de la mejora crediticia en la titulización en KOTECHEA, M.: «The role of insurance in asset-backed securities», en MORRISEY, H. (ed.), *ob. cit.*, pág. 193.

(44) Esta afirmación debe ser matizada, lógicamente, por la consolidación y valoración que en cada mercado se realice de los *rating* crediticios, y asumiendo, por supuesto, que las ET deban ser calificadas.

(45) Hay alguna mejora crediticia que impone para asegurar una ET que previamente concurren coberturas que soporten primeras pérdidas, como sucede con el seguro de garantía financiera. Por otro lado, hay operaciones financieras que ya cuentan con procedimientos de cobertura con independencia de que sean objeto o no de posterior titulización, como es el caso de los préstamos hipotecarios.

(46) Con algunas excepciones, no son directamente traspasables las modalidades de mayor aplicación en el mercado norteamericano especialmente en el campo de las ETH, donde, como se ha constatado, el enfoque es radicalmente diferente por la presencia de las agencias estatales.

(47) Toda la información que sigue ha sido obtenida de los folletos públicos de las respectivas emisiones.

# 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).

# CONTABILIDAD DE LOS FONDOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA

Miguel Angel MARTIN AGUADO  
Juan Luis DIEZ CALLEJA

En este artículo vamos a analizar la problemática contable de los Fondos de Titulización Hipotecaria que, basados en un marco legal relativamente reciente y precisamente por su novedad, aún no cuentan con el suficiente desarrollo desde el punto de vista contable.

Actualmente nos encontramos en esa fase (superada ya en el caso de otros instrumentos financieros) en la que ya están sentadas las bases legales que han permitido la creación de los primeros Fondos de Titulización Hipotecaria, pero no están resueltas las dudas del funcionamiento del día a día desde el punto de vista contable.

Los principios, normas y criterios contables que recogemos en este artículo no tienen en ningún caso la consideración de definitivos. Nuestro objetivo ha sido realizar un ejercicio sobre cuál podría ser el desarrollo contable futuro de la operativa de estos fondos en base a la experiencia pasada, a la utilidad económica y financiera que se les pretende otorgar y a las limitaciones y controles que ya han sido establecidos.

## **LAS REGLAS BASICAS: PRINCIPIOS Y NORMAS DE VALORACION**

Como punto de partida hay que señalar que la contabilidad de los Fondos de Titulización Hipotecaria debería desarrollarse aplicando los principios contables establecidos en el Plan General de Contabilidad, que es de aplicación obligatoria «cualquiera que sea la forma jurídica, individual o societaria» (1) de las entidades. Tan solo el principio de «empresa en funcionamiento» es diferente en este caso, dado que la duración en el tiempo de los Fondos de Titulización Hipotecaria se debe encontrar limitada en la propia escritura de constitución.

En cuanto a los criterios generales de valoración, sería aconsejable atender a lo establecido

por las Normas de Valoración incluidas en la parte relativa a la Memoria del Plan General de Contabilidad; y, en aquellos aspectos no contemplados por dicho Plan, creemos que la legislación más adecuada sería la contenida en la Norma tercera de la Circular 4/1991 del Banco de España, puesto que gran parte de la operativa de los Fondos de Titulización Hipotecaria es asimilable a la de las entidades financieras.

## **CONTABILIZACION DE LAS GRANDES RUBRICAS DE ACTIVO Y PASIVO**

Las dos grandes rúbricas de los Fondos de Titulización Hipotecaria, participaciones hipotecarias (activo) y bonos de titulización hipotecaria (pasivo), deberían recibir un tratamiento específico:

### *a) Participaciones hipotecarias*

Las participaciones hipotecarias adquiridas por el Fondo representan para éste derecho de cobro. En función de que su vencimiento sea superior o inferior a un año, deberían registrarse en el epígrafe «Inmovilizaciones financieras» o en el capítulo «Deudores» del activo circulante, respectivamente.

Cuando el efectivo pagado a la entidad emisora difiera del nominal de las participaciones, debería contabilizarse por este último importe. La diferencia entre el nominal y el efectivo realmente pagado se llevaría a una cuenta transitoria de la que se dispondría en el momento de la disolución del Fondo, salvo acuerdo expreso en contra en la escritura de constitución del mismo.

La parte con vencimiento inferior a un año de las participaciones con vencimiento final superior a un año será traspasada al capítulo de «Deudores» del activo circulante.

En este sentido, y como soporte extracontable de las participaciones hipotecarias, sería aconsejable que el Fondo dispusiese de registros con información detallada de las participaciones hipotecarias clasificadas por fecha de formalización y de vencimiento de los préstamos hipotecarios ligados a las mismas, por tramos de tipos de interés, por tipo de bien garante de dichos préstamos hipotecarios, por tipo y finalidad de los mismos, por distribución geográfica, etc. Además, debería ser posible reconstruir el movimiento anual de entradas, salidas y traspasos del saldo del epígrafe en el que se reflejan contablemente las participaciones hipotecarias.

#### b) *Bonos de titulización hipotecaria*

Los bonos de titulización hipotecaria emitidos por el Fondo con vencimiento superior a un año tienen la misma consideración que cualquier otra emisión de bonos u obligaciones y, por tanto, deberían registrarse dentro del capítulo «Acreedores a largo plazo», como débitos representados por valores negociables.

Los bonos se considerarán suscritos, y es recomendable que figuren, por tanto, en el pasivo del balance, desde el momento en que, abierto el plazo de suscripción, el adquirente haya hecho el pago o la provisión de fondos, aunque no se haya cerrado el plazo de suscripción.

Aquella parte de los bonos que tenga vencimiento inferior a un año debería clasificarse en el capítulo «Acreedores a corto plazo».

De nuevo, sería necesario que el Fondo dispusiese de registros extracontables con información detallada relativa a los bonos de titulización hipotecaria, clasificados por serie, tipo de interés (distinguiendo entre fijo y variable), fecha de vencimiento de cada serie, calendario de amortizaciones de principal e intereses, etc. Además, debería ser posible reconstruir el movimiento anual de entradas, salidas y traspasos del saldo del epígrafe en el que se reflejan contablemente dichos bonos.

### **ASPECTOS CONTABLES DE OTROS EPIGRAFES**

A continuación, comentamos algunos aspectos específicos relativos a la valoración y contabilización de determinadas partidas del balance que pueden ofrecer dudas.

#### a) *Inmovilizado*

En cuanto al inmovilizado material, la principal duda surge respecto al registro de los inmuebles dados de alta como consecuencia de adjudicaciones por ejecución de la garantía de un crédito hipotecario de dudoso cobro.

El criterio más adecuado en este caso sería contabilizar el inmueble por su valor de mercado, estimado por la valoración independiente de una entidad de tasación registrada en el Banco de España, sin exceder del coste del activo que se compensa. En cualquier caso, y aplicando el principio de prudencia valorativa, deberían mantenerse las provisiones y fondos de saneamiento específicos que hubieran sido creados con anterioridad a la adjudicación.

Únicamente sería aconsejable registrar beneficios en el momento de la venta del inmueble adjudicado una vez aplicada la correspondiente provisión para insolvencias específicamente dotada. En caso de que el inmueble no haya sido enajenado una vez transcurridos dos años desde su adjudicación, debería registrarse la depreciación correspondiente, aplicando para ello el calendario previsto por la Circular 4/1991 del Banco de España en su norma vigésimo novena, que establece los siguientes porcentajes de cobertura (siempre que no se disponga de una tasación independiente actualizada):

Más de dos años, sin exceder de tres .....	25%
Más de tres años, sin exceder de cinco .....	50%
Más de cinco años .....	75%

#### b) *Moneda extranjera*

Los Fondos de Titulización Hipotecaria podrán realizar inversiones y recibir financiación en moneda extranjera. Los débitos y créditos realizados en moneda extranjera deberían denominarse contablemente en la moneda en que se vaya a producir el reembolso, valorada al cambio medio del mercado de divisas de contado de la fecha a que se refiera el balance o, en su defecto, del último día hábil de mercado anterior. En el caso de que se trate de una divisa no cotizada en el mercado de Madrid, es aconsejable que se apliquen las cotizaciones de los mercados internacionales (tomando como divisa base el dólar) y, en caso de duda, se debería aplicar siempre el principio de prudencia valorativa.

Las diferencias que se vayan produciendo tanto al alza como a la baja respecto al cambio histórico deberán tratarse de la siguiente manera:



- Si proceden de inversiones financieras temporales a corto plazo y de alta liquidez, se deberían registrar con contrapartida en la cuenta de pérdidas y ganancias.

- Si proceden de débitos o créditos, las diferencias negativas se deberían imputar a resultados, mientras que las positivas se recogerían en una cuenta de periodificación de pasivo hasta el momento en que se realicen o en la medida en que se vayan reconociendo diferencias en cambio negativas por igual o superior importe en cada grupo homogéneo.

- Si proceden de la tesorería, las diferencias negativas o positivas se deberían abonar o cargar, respectivamente, a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Cuando una operación denominada en divisas esté cubierta con otra operación a plazo en divisas, el quebranto o beneficio resultante de comparar el cambio original con el cambio asegurado debería periodificarse a lo largo de la vida de la operación. No obstante, a las fechas de cierre de los balances intermedios hasta la fecha de finalización de la operación y de su cobertura se reflejaría en una cuenta transitoria, del signo que corresponda, la diferencia entre el tipo de cambio histórico y el tipo de cambio medio del mercado de divisas.

#### c) *Inversiones financieras temporales*

Los Fondos de Titulización Hipotecaria podrán adquirir temporalmente carteras de negociación con el fin de cubrir desfases temporales entre el calendario de vencimiento del principal e intereses de las participaciones hipotecarias y de los bonos de titulización hipotecaria.

Los valores que adquieran deberían registrarse en el inicio de la operación por el precio de adquisición, que incluiría el total de los desembolsos dinerarios realizados y/o comprometidos más los gastos inherentes a la operación de adquisición. No formarían parte del precio de adquisición ni los intereses devengados y no vencidos en el momento de la compra (cupón corrido) ni los intereses por aplazamiento en el pago.

En cada balance intermedio antes del vencimiento final sería aconsejable ajustar el valor de la inversión al precio de mercado del día de balance, o, en su defecto, del último día hábil anterior a la fecha de balance. Cuando el mercado cotice cupón, el precio de mercado no incluiría el cupón

corrido. Las diferencias que se produzcan por las variaciones de valoración a precios de mercado deberían contabilizarse con contrapartida en la cuenta de pérdidas y ganancias.

#### d) *Financiación subordinada*

Los Fondos de Titulización Hipotecaria podrán emitir financiación subordinada con el fin de aportar una mayor garantía a los titulares de los bonos de titulización hipotecaria.

Las financiaciones subordinadas deberían registrarse en el capítulo «Acreedores a largo plazo», sin perjuicio de que, cuando el plazo remanente hasta el vencimiento sea inferior a un año, se clasificasen como «Acreedores a corto plazo». Sería aconsejable que se registrasen como partida independiente y recogerán todas las financiaciones que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de los acreedores comunes, sea cual sea su instrumentación.

#### e) *Provisión para insolvencias*

Tal y como indicábamos en el apartado de principios y normas de valoración, los Fondos de Titulización Hipotecaria deberían aplicar los mismos criterios establecidos por la Circular 4/1991 del Banco de España, en lo que respecta a la provisión para insolvencias en el caso de que los saldos deudores, y en especial las participaciones hipotecarias, no sean atendidos a su vencimiento.

En consecuencia, pasarían a la situación contable de dudosos, en razón a su morosidad, las cuotas a cobrar de las participaciones hipotecarias o préstamos, en general, y los valores de renta fija y demás débitos vencidos y no cobrados cuando hayan transcurrido tres meses desde su vencimiento.

También se considerarían como de dudoso cobro los débitos, vencidos o no, en los que se presenten dudas razonables sobre el reembolso total en el momento y forma previstos contractualmente, sea por incurrir su titular en situaciones que supongan un deterioro de su solvencia o por otras causas. Se incluyen, entre otros, los saldos reclamados judicialmente por el Fondo, aquellos sobre los que el deudor haya suscitado litigio de cuya resolución dependa su cobro y los activos cuyos titulares estén en situación de suspensión de pagos o de quita y espera.

La clasificación del principal como dudoso implicaría, simultáneamente, la de sus intereses y

comisiones, si procede, pendientes de pago y, en su caso, la de los gastos pagados reclamables al interesado.

Siguiendo la normativa del Banco de España se considerarían de muy dudoso cobro y se darían de baja del activo del balance, con pase a cuentas de orden y aplicación de las provisiones constituidas, las participaciones hipotecarias, valores de renta fija y demás saldos deudores, vencidos o no, cuyos titulares estén declarados en quiebra o concurso de acreedores o sufran un deterioro notorio e irrecuperable de su solvencia, así como los saldos impagados a los tres años desde su pase a la situación de dudosos; este plazo será de seis años en las operaciones que cuenten con garantía hipotecaria (participaciones hipotecarias) o cuando medien circunstancias objetivas que mejoren las expectativas de recuperabilidad.

El pase contable de los activos de muy dudoso cobro a cuentas de orden no debería interrumpir las negociaciones y actuaciones legales tendientes a lograr su recuperación.

No se deberían registrar como productos, en tanto no se cobren, los intereses de las operaciones clasificadas como de dudoso cobro. La morosidad de una cuota debería suponer la interrupción del devengo de intereses de toda la operación, así como el traspaso a dudosos, en el mismo día de su vencimiento, de las siguientes cuotas que resulten impagadas.

A los activos clasificados como dudosos en función de su morosidad se les debería aplicar los porcentajes de cobertura, en función del tiempo transcurrido desde el vencimiento de la deuda, establecidos en la norma undécima de la Circular 4/1991 del Banco de España, y, en concreto, se aplicaría a las participaciones hipotecarias el llamado «calendario largo» específico para aquellas operaciones con garantía hipotecaria. Estas provisiones no serán de aplicación cuando exista un valor de tasación actualizado de la garantía hipotecaria superior al importe de la deuda.

También debería ser de aplicación la llamada «regla del 25 por 100» por la que cuando los importes vencidos y no cobrados, tanto en concepto de principal como de intereses y gastos, superan el 25 por 100 de la deuda pendiente de cobro o bien la deuda impagada tiene una antigüedad total o parcial igual o superior a un año, es obligatorio clasificar el riesgo total como de dudoso cobro.

Finalmente, la prórroga o reinstrumentación simple de las operaciones de reembolso proble-

mático no interrumpiría su morosidad, ni debería producir su reclasificación como operaciones ordinarias, salvo que se aporten nuevas garantías.

#### f) *Operaciones de cobertura*

Los Fondos de Titulización Hipotecaria pueden realizar operaciones de cobertura con el objetivo de reducir el riesgo de tipo de cambio o de tipo de interés de las transacciones realizadas, siempre y cuando sean identificadas explícitamente. De hecho, las operaciones de cobertura adquieren una importancia decisiva en estas instituciones, como instrumento limitador del riesgo.

Salvo en las operaciones a plazo con divisas, tomadas como operaciones de cobertura, cuyo tratamiento queda descrito en el punto b) anterior, los beneficios y quebrantos resultantes deberían llevarse a pérdidas y ganancias de manera simétrica a los ingresos y gastos del elemento cubierto. Entre tanto, los cobros y pagos correspondientes a las liquidaciones que se hayan efectuado deberían registrarse en una cuenta transitoria a incluir dentro del capítulo de «Cuentas diversas».

Las normas contables por las que sería aconsejable que se rigieran las operaciones de cobertura son:

- **Futuros financieros:** Se registrarían en el momento de la contratación y hasta el momento de cierre de la posición o de vencimiento del contrato en el epígrafe «Futuros financieros sobre tipos de interés» dentro de las cuentas de riesgo y compromiso, por el nominal de los valores depósitos que se contraten.

Los fondos depositados en concepto de margen inicial tendrían la consideración contable de depósito cedido, registrándose en la cuenta «Otras Cuentas» del epígrafe «Tesorería» del balance.

Las diferencias de cotización que se produzcan se reconocerían contablemente en la cuenta de pérdidas y ganancias. Los pagos o diferencias negativas y los cobros o diferencias positivas que resulten de estas operaciones se registrarían en las cuentas de periodificación, de activo o pasivo según proceda. Los saldos periodificados se traspasarían al epígrafe «Cargos por futuros financieros de cobertura» o «Abonos por futuros financieros de cobertura», del debe y haber, respectivamente, de la cuenta de pérdidas y ganancias de manera simétrica al reconocimiento del devengo de los elementos cubiertos o de los incrementos o disminuciones de valor de los mismos.

- Opciones contratadas en mercados organizados: Deberían registrarse en el momento de su contratación y hasta el momento de cierre de la posición o de vencimiento del contrato, en el epígrafe «Opciones sobre tipos de interés» de las cuentas de riesgo y compromiso, por el valor nominal de los elementos subyacentes, es decir, por el nominal sobre el que se calculen los intereses pactados, comprendidos en los contratos de compraventa de dichas opciones, ya sean de compra (*call*) o de venta (*put*).

Los derechos resultantes de las opciones compradas se reflejarían en la cuenta de «Opciones compradas», que se incluirían dentro del epígrafe «Cartera de valores a corto plazo». Las diferencias que surjan como consecuencia de la comparación diaria del valor contable con los precios de mercado, deberían contabilizarse en una cuenta transitoria dentro del capítulo de «Ajustes por periodificación», del activo o pasivo del balance, según proceda, traspasándose el saldo a las cuentas «Quebrantos en opciones» o «Productos en opciones», del debe o haber, respectivamente, de la cuenta de pérdidas y ganancias, de manera simétrica al reconocimiento del devengo de los productos y costes de los elementos cubiertos, o

de los incrementos o disminuciones de valor de los mismos.

- Los acuerdos sobre tipo de interés futuro y las permutas financieras deberían recogerse en las correspondientes rúbricas de las cuentas de riesgo y compromiso. Los pagos o diferencias negativas y los cobros o diferencias positivas que resulten de estas operaciones de cobertura se registrarían en las cuentas de «Ajustes por periodificación» de activo o pasivo, según proceda. El saldo se traspasaría a la cuenta de pérdidas y ganancias dentro de la cuenta «Otros» del capítulo «Gastos financieros», si el resultado es pérdida, o dentro de la cuenta «Otros» del capítulo «Beneficios en venta y amortización de activos financieros», si el resultado es beneficio, de manera simétrica al reconocimiento del devengo de los productos o costes de los elementos cubiertos o de los incrementos o disminuciones de valor de los mismos.

#### NOTA

(1) Artículo 2.º del RD 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

# PROBLEMATICA DE LA TITULIZACION DE ACTIVOS EN LA IMPOSICION DIRECTA

Eduardo RAMIREZ MEDINA

## I. TITULIZACION DE CREDITOS HIPOTECARIOS

### 1. Introducción

La Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria regula, por primera vez en España, el proceso de titulización de créditos hipotecarios a través del instrumento denominado «Fondo de Titulización Hipotecaria». El proceso consiste, como es bien sabido, en una transformación de los diferentes créditos hipotecarios en valores de renta fija homogéneos susceptibles de negociación en mercados de valores organizados (1).

En el presente trabajo vamos a circunscribir nuestro análisis a las peculiaridades tributarias en la imposición directa del proceso descrito de titulización de créditos hipotecarios a través de «Fondos de Titulización Hipotecaria». Para ello, conviene diferenciar dos cuestiones diversas: *a)* en primer lugar, el régimen fiscal aplicable a las operaciones e instrumentos en que se materializa la titulización de créditos hipotecarios, con especial referencia a la posible práctica de retenciones a cuenta sobre los rendimientos del capital mobiliario satisfechos, y *b)* el régimen fiscal aplicable en el Impuesto sobre Sociedades al Fondo de Titulización Hipotecaria o, si se prefiere, a la entidad carente de personalidad jurídica que va a materializar el proceso de titulización o securitización de créditos hipotecarios.

### 2. Régimen fiscal de las operaciones en que consiste la titulización de créditos hipotecarios

A) *Régimen fiscal de las participaciones hipotecarias*

La primera cuestión que se plantea en el ámbito de la fiscalidad directa aplicable a las operaciones de titulización de créditos hipotecarios es el relativo a la naturaleza fiscal del activo denominado «participación hipotecaria». Para ser más exactos, la cuestión se circunscribe a precisar si nos encontramos en este caso ante un valor mobiliario negociable al que sea de aplicación la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros o, por el contrario, si nos encontramos ante un instrumento financiero cuya finalidad, al ser diversa de la cesión o captación de capitales ajenos, queda al margen del ámbito de aplicación de la mencionada norma y, en su caso, exceptuado de la obligación de práctica de retenciones a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o Impuesto sobre Sociedades en relación con los rendimientos del capital mobiliario obtenidos por sus titulares.

Por lo que se refiere a esta cuestión, puede precisarse que el artículo 1º de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros contiene un concepto expansivo de los rendimientos del capital mobiliario como partes de la base imponible de los impuestos personales españoles. En concreto, define la norma tales rendimientos como: «Las contraprestaciones de todo tipo, dinerarias o en especie, satisfechas por la captación o utilización de capitales ajenos, incluidas las primas de emisión y de amortización y las contraprestaciones obtenidas por créditos participativos» (2).

Al igual que el precepto transcrito de la Ley de Régimen Fiscal de Activos Financieros, el Reglamento de desarrollo de la misma (3) recoge un concepto amplio y expansivo de los rendimientos de capital mobiliario como aquellas «contraprestaciones de todo tipo, dinerarias o en especie, satisfechas por la captación o utilización de capitales ajenos».

En términos muy similares se manifiesta la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en su artículo 37, apartado uno, número 2, primer párrafo, según el cual tienen la consideración de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios, «las contraprestaciones de todo tipo, cualquiera que sea su denominación, dinerarias o en especie, obtenidas por la cesión a terceros de capitales propios».

Analizando la normativa transcrita en la que se observa una gran amplitud en la definición del concepto fiscal de rendimientos del capital mobiliario como parte integrante de la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedades, se plantea pues la posible inclusión en este concepto de aquellos intereses satisfechos a los titulares de participaciones hipotecarias.

Por lo que se refiere a la función jurídica y económica que cumple la participación hipotecaria, no circunscrita a la utilización o captación de capitales ajenos sino, más bien, a la simple cesión de uno o varios créditos hipotecarios que están en el activo de la entidad emisora de las participaciones hipotecarias, podría ésta desvirtuar la posible inclusión de este instrumento bajo el ámbito de aplicación de la normativa descrita, circunstancia que podría acarrear importantes consecuencias en relación con la práctica de retenciones a cuenta a efectuar por la entidad emisora del activo. Efectivamente, la consideración de los intereses percibidos por el titular de una participación hipotecaria como intereses procedentes directamente del deudor del crédito hipotecario original cuya cesión se pretende, podría dejar a este instrumento fuera del ámbito de la retención a cuenta, ya que, como es bien sabido, el deudor hipotecario se encuentra normalmente al margen de los obligados a practicar retenciones fiscales. En esta tesis, el deudor hipotecario pagaría intereses directamente al titular de la participación hipotecaria en proporción a la incorporación de su crédito hipotecario al mencionado activo. En este mismo esquema, la posible insolvencia del deudor hipotecario afectaría, sin ninguna duda, a los derechos del titular de la participación hipotecaria, ya que nos encontraríamos ante una cesión de créditos con todas sus características y riesgos.

Al margen de los planteamientos anteriores, parece evidente que los mercados de titulización o securitización de activos requieren una garantía de solvencia de las emisiones que normalmente pasa por el aseguramiento de la emisión a través de una entidad financiera independiente y de una

calificación de la emisión en mejores condiciones de solvencia que la propia cartera de créditos hipotecarios cedidos. Este cambio importante en los riesgos asumidos por el titular de la participación hipotecaria en relación con la posible insolvencia de los deudores de los créditos hipotecarios originales supone una importante transformación del activo, que va más allá de la simple agrupación de créditos hipotecarios y riesgos inherentes a los mismos, terminando en una configuración de valores mobiliarios estandarizados y homogéneos que permita su negociación en mercados secundarios ágiles y efectivos. Esta consideración obliga a plantear una visión de la participación hipotecaria como valor mobiliario que, relacionado con la cartera de créditos hipotecarios cedidos goza, sin embargo, de una cierta autonomía y configuración propia que se manifiesta en posibles peculiaridades en cuanto al tipo de interés, frecuencia de las liquidaciones de intereses, moneda de denominación, valor nominal, riesgos y calificación del emisor del activo.

Considerando estos argumentos, parece razonable admitir la aplicación de la Ley de Activos Financieros y su posterior desarrollo reglamentario a estos valores mobiliarios que, si bien no representan un puro proceso de captación de recursos ajenos, sí suponen, sin embargo, un proceso de financiación cuyo objeto no es otro que reducir los riesgos de la cartera de créditos hipotecarios y tiene como resultado final la creación de un valor mobiliario negociable que, desde la óptica del inversor final, tiene una consideración de activo financiero, ya que materializa un proceso de inversión de recursos propios en la adquisición de partes alícuotas de una cartera de créditos hipotecarios.

La posible cuestión doctrinal reflejada brevemente en estas líneas aparece resuelta en el propio texto de la Ley 19/1992, de 7 de julio, en cuyo artículo 4º, y bajo el título «participaciones hipotecarias», se incluye un apartado dos que añade una nueva letra *h*) al artículo 8.1 de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, con el siguiente tenor:

«*h*) Los rendimientos de participaciones hipotecarias que constituyan ingreso de Fondos de Titulización Hipotecaria» (4).

El artículo 8º de la Ley de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros recoge en su apartado uno las excepciones a la obligación de práctica de las oportunas retenciones a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y

del Impuesto sobre Sociedades sobre ciertos rendimientos del capital mobiliario. La regulación de una nueva excepción a la obligación de retener, cuya razón de ser jurídica es la creación del nuevo instrumento de titulización denominado «Fondo de Titulización Hipotecaria», parece dejar bien claro las dos siguientes cuestiones:

1.<sup>a</sup> Los rendimientos de participaciones hipotecarias que no hayan sido adquiridas por Fondos de Titulización Hipotecaria quedan al margen de la excepción antes transcrita y recogida ahora en la letra *h*) del apartado uno del artículo 8º de la Ley 14/1985, de 29 de mayo. Quiere esto decir que la excepción a la obligación de retener sobre rendimientos de participaciones hipotecarias requiere la articulación del proceso de cesión de créditos hipotecarios a través del régimen que, para los Fondos de Titulización Hipotecaria, recoge la Ley 19/1992, de 7 de julio.

Las limitaciones establecidas a la excepción de retener a cuenta determinan, sin duda alguna, un mejor régimen fiscal para aquellas participaciones hipotecarias adquiridas por Fondos de Titulización Hipotecaria. Más aún, puede afirmarse que un proceso de cesión de créditos que deba soportar retención a cuenta en el interés devengado en la cesión unida, con toda seguridad, a la retención a cuenta del último activo de titulización que sea objeto de negociación en el mercado secundario, configura un panorama fiscal de importante coste financiero que, posiblemente, limitaría, cuando no impediría, el buen fin de la operación de cesión que se pretende articular.

2.<sup>a</sup> Los rendimientos de participaciones hipotecarias devengados con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 19/1992, de 7 de julio (5), quedan sometidos a la oportuna retención a cuenta que deberá ser practicada por la entidad emisora de los activos, ya que la excepción a la obligación de retener se establece en la norma objeto de análisis y, por tanto, era inexistente con anterioridad a la entrada en vigor de la misma.

En contra de esta opinión, podría sustentarse que la reforma del artículo 8º de la Ley de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros no sólo supone una nueva excepción a las obligaciones de retención establecidas, sino, asimismo, una ampliación del ámbito de aplicación de la Ley 14/1985, de 29 de mayo. En esta opinión doctrinal, que no compartimos, los rendimientos de participaciones hipotecarias habrían quedado al margen del ámbito de aplicación de la Ley de Activos Financieros hasta la entrada en vigor de la Ley 19/1992, de 7 de julio, y, como consecuencia de la reforma legal objeto de comentario, estarían suje-

tos a retención a cuenta y, en general, a las demás disposiciones de la mencionada norma, aquellos rendimientos del capital mobiliario satisfechos a titulares de participaciones hipotecarias que no estuvieran en poder de Fondos de Titulización Hipotecaria mientras que, por otro lado, se mantendrían exceptuados de la obligación de retención a cuenta las participaciones hipotecarias que, tras la norma legal, hubieran sido adquiridas por los Fondos de Titulización Hipotecaria.

Esta segunda posición doctrinal, que supone la ampliación del ámbito de aplicación de la Ley de Activos Financieros como consecuencia de la reforma incorporada al artículo 4º de la Ley 19/1992, de 7 de julio, no parece, a nuestro juicio, aceptable, ya que la reforma legal se circunscribe a incorporar a la enumeración de rendimientos del capital mobiliario exceptuados de retención una categoría más, cuales son los percibidos por Fondos de Titulización Hipotecaria procedentes de participaciones hipotecarias. En este sentido, la inexistencia de la excepción comentada con anterioridad a julio de 1992 nos lleva a afirmar una vez más la sujeción y, por tanto, el sometimiento a obligaciones de retención de los rendimientos de capital mobiliario satisfechos a los titulares de participaciones hipotecarias, antes de la excepción introducida por la Ley 19/1992, de 7 de julio, tantas veces citada.

#### B) *Régimen fiscal de los activos financieros emitidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria*

El proceso de titulización de créditos hipotecarios que define la Ley 19/1992, de 7 de julio, se inicia con la cesión de créditos hipotecarios documentados a través de participaciones hipotecarias y culmina con la cesión de los créditos incorporados a las mencionadas participaciones hipotecarias a través de la emisión de valores mobiliarios representativos de la cesión de tales derechos, realizada por los diferentes Fondos de Titulización Hipotecaria. En este sentido, la disposición adicional de la norma comentada autoriza al Gobierno a establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a Fondos de Titulización Hipotecaria que deberá ser utilizado exclusivamente para tales valores.

Estos valores emitidos con cargo a Fondos de Titulización Hipotecaria podrán tener condiciones propias en cuanto a tipo de interés (fijo o variable), plazo, forma de amortización, régimen de amortización anticipada, etcétera (6).

Por otro lado, los mencionados valores deberán representarse exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, tal y como prevé el apartado 9, del artículo 5º, de la norma legal objeto de análisis.

Por lo que se refiere al régimen fiscal que haya de ser aplicable a los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria, el segundo párrafo del apartado 10 del artículo 5º citado, recoge al respecto la siguiente norma:

«Las contraprestaciones satisfechas a los titulares de los valores que se emitan con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria tendrán, en todo caso, la consideración de rendimientos del capital mobiliario, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1º de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros».

Como puede observarse, la norma transcrita remite, en relación al régimen fiscal de los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria, a la normativa general que regula los aspectos fiscales de los valores mobiliarios emitidos con la finalidad de captar recursos ajenos. De acuerdo con el precepto mencionado, estos valores deberán ser objeto de la oportuna calificación tributaria a efectos de precisar si nos encontramos ante activos financieros con rendimiento explícito o, en su caso, activos financieros de rendimiento implícito. Para ello, conviene tener presente la modificación incorporada, para el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, en el artículo 37 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, y cuyo ámbito de aplicación conviene advertir que alcanza igualmente al Impuesto sobre Sociedades, tal y como recoge la disposición adicional 9.<sup>a</sup> de la misma normal legal (7).

Considerando la estructura financiera lógica de los diferentes créditos hipotecarios, cabe precisar que, normalmente, los valores mobiliarios emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria tendrán la consideración de activos financieros con rendimiento explícito, ya que el flujo normal de los intereses en las hipotecas titulizadas conducirá, en aplicación de la regla de neutralidad de flujos que recoge la propia Ley 19/1992 (8), a una calificación tributaria de activo financiero con rendimiento explícito, esto es, valores mobiliarios retribuidos de forma exclusiva a través de cupones de devengo periódico o, al menos, preferentemente a través de tal modalidad de rendimiento.

En el caso de que nos encontremos con activos financieros de rendimiento explícito, baste recor-

dar que tales activos son susceptibles de generar dos modalidades tributarias de renta a incluir en las bases imponibles del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto sobre Sociedades: rendimientos del capital mobiliario por los cupones devengados e incrementos o disminuciones patrimoniales al tiempo de la transmisión o reembolso.

Por lo que se refiere a la práctica de retenciones a cuenta sobre los mencionados rendimientos del capital mobiliario y considerando la inexistencia de excepción alguna en esta materia que pudiera afectar a estos valores, cabe concluir que los mismos están sometidos al esquema de retenciones a cuenta que recoge la Ley de Activos Financieros y, en su caso, la Ley y Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, que deberán ser practicadas e ingresadas en el Tesoro por la entidad emisora.

Todo lo anterior debe entenderse sin perjuicio de que los valores mobiliarios emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria pudieran recibir la calificación fiscal de activos financieros con rendimiento implícito, quedando en ese caso sometidos al régimen de intervención obligatoria en la transmisión y de retención en el rendimiento de naturaleza implícita, en cada transmisión, tal y como establece el Reglamento dictado en desarrollo de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, en sus artículos 7º a 12, ambos inclusive, y cuyo estudio detallado excede de las pretensiones, menos ambiciosas, de este trabajo (9).

### **3. Régimen fiscal en el Impuesto sobre Sociedades de los Fondos de Titulización Hipotecaria**

El apartado 10 del artículo 5º de la Ley 19/1992, de 7 de julio, contiene una declaración de sujeción de los Fondos de Titulización Hipotecaria al Impuesto sobre Sociedades correspondiendo la aplicación del tipo general (10).

La mencionada declaración legal es ciertamente precisa, ya que la referencia general al sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades que contiene la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, se refiere tan sólo a sujetos pasivos con personalidad jurídica, esto es, a sociedades. Quiere esto decir que ante una falta de manifestación legal al respecto nos encontraríamos con una entidad carente de personalidad jurídica y, por tanto, sujeta al régimen de atribución de rentas que recoge, en la actualidad, el artículo 10 de la Ley 18/1991, de

6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Efectivamente, los Fondos de Titulización Hipotecaria no son más que simples agrupaciones de participaciones hipotecarias constituidas jurídicamente como patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica (11).

En conclusión, puede afirmarse que los Fondos de Titulización Hipotecaria están sujetos al Impuesto sobre Sociedades y recibirán la aplicación del tipo de gravamen general, esto es, el 35 por 100.

La problemática de los Fondos de Titulización Hipotecaria en el Impuesto sobre Sociedades se circunscribe a la formación de la base imponible considerando que el Fondo de Titulización Hipotecaria no pretende obtener beneficios sino, como ya ha sido objeto de comentario, se persigue el mantenimiento de una equivalencia entre los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al Fondo y los correspondientes a las participaciones hipotecarias agrupadas en él (12), todo ello hasta conseguir un valor patrimonial neto del Fondo nulo.

Sin embargo, y pese a que la regla general que parece extraerse de la Ley 19/1992, de 7 de julio, en cuanto a la normal operativa de los Fondos de Titulización Hipotecaria es que se produzca un rendimiento neto de la actividad igual a 0 y, por tanto, una base imponible 0 en el Impuesto sobre Sociedades, es posible que existan beneficios o pérdidas como consecuencia de determinados aspectos que afectan a la propia mecánica de titulización hipotecaria objeto de comentario. En este sentido, la existencia de desfases temporales o totales entre el flujo de ingresos y gastos financieros puede generar beneficios o pérdidas, bien de índole transitoria o, incluso, de carácter definitivo. Por otro lado, la existencia de operaciones de aseguramiento de los créditos hipotecarios agrupados en participaciones hipotecarias a efectos de lograr una mejor calificación de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Fondo de Titulización Hipotecaria podría producir desfases de carácter permanente consecuencia de las primas de aseguramiento o calificación de emisiones.

El informe de contestación de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993 recoge gran parte de las circunstancias y peculiaridades tributarias en el ámbito de los diferentes impuestos del proceso de titulización de activos en que consisten los Fondos de Titulización Hipotecaria. Por lo que se refiere a los ingresos que serán percibidos por

tales Fondos, la mencionada contestación diferencia:

- Los ingresos principales, esto es, los procedentes de las participaciones hipotecarias que están en cartera de los Fondos de Titulización Hipotecaria.

- Aquellos ingresos que están relacionados con el proceso de mejora de la calidad financiera de los valores mobiliarios ofrecidos a los mercados secundarios: intereses devengados a favor del Fondo procedentes de cuentas de reserva, etcétera.

- Aquellos otros ingresos suplementarios consecuencia de la ejecución de garantías. Dentro de éstos, cabría diferenciar los ingresos consecuencia de la amortización anticipada de los valores mobiliarios que se enmarcan dentro de este proceso de titulización, así como aquellos otros ingresos procedentes de la realización de inmuebles ejecutados en caso de incumplimiento de las originales deudas hipotecarias cuyos créditos son objeto de cesión.

Por lo que se refiere a los gastos que han de considerarse a efectos de hallar los rendimientos derivados de la actividad de los Fondos de Titulización Hipotecaria, la contestación mencionada diferencia entre:

- Gastos principales, esto es, los relativos al devengo de intereses a favor de los tenedores de los valores mobiliarios que sean emitidos con cargo al Fondo de Titulización Hipotecaria.

- Otros gastos conexos al proceso de mejora de la calidad financiera, dentro de los que se enmarcarían los gastos, antes citados, de aseguramiento de los créditos hipotecarios, de calificación de las emisiones, así como los relativos a permutas financieras sobre divisas.

- Aquellos otros gastos incurridos en ejecución de garantías.

- Los gastos de mantenimiento de la estructura del Fondo, entre los que se encuentran las comisiones de administración en favor de la gestora del Fondo; las comisiones de administración de los préstamos o del emisor de las participaciones; los gastos por servicios prestados por terceros, así como los gastos de custodia, depósito o registro contable de las participaciones hipotecarias.

- Y, por último, los gastos de remuneración o compensación al emisor del Fondo por el proceso de intermediación financiera.



Por lo que se refiere a la tributación del Fondo de Titulización en el Impuesto sobre Sociedades, la contestación de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993 menciona que:

«De acuerdo con lo previsto en el artículo 5º de la Ley 19/1992, de 7 de julio, los Fondos de Titulización Hipotecaria constituyen patrimonios separados y cerrados carentes de personalidad jurídica que están integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupan y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo.

Los Fondos de Titulización Hipotecaria están sujetos al Impuesto sobre Sociedades, al tipo general.

Al patrimonio de los Fondos de Titulización Hipotecaria afluye un conjunto de ingresos procedentes de las participaciones hipotecarias, así como un conjunto de gastos derivados de la remuneración correspondiente a los valores emitidos y del funcionamiento del propio Fondo. (...) en teoría el flujo de ingresos y gastos debe tender a cero, pero que, debido a diversas causas, se puede producir, bajo la óptica del modelo contable del reconocimiento de ingresos y gastos la apariencia de un beneficio y que (...). "Tampoco puede afirmarse que este beneficio aparente sea necesariamente un derecho de cobro a favor de los tenedores de los Bonos de Titulización Hipotecaria. Estos últimos son acreedores de los importes pactados y contratados con ocasión de la emisión de Bonos de Titulización Hipotecaria; en todo caso, nada impide que en la propia escritura de constitución del Fondo se establezca por vía contractual, el acreedor de los excedentes que se vayan produciendo. Estos excedentes pueden, legítimamente, atribuirse a quien eligió y proyectó las participaciones hipotecarias a movilizar (o diseñó el Fondo), dado que es quien, en origen, constituyó a su cargo y a su coste esos colchones. En este caso, tales colchones de amortiguación son, en esencia, un pasivo subordinado (al resto de compromisos y pasivos del Fondo) que debe retornar, si quedara algo, a quien los proveyó. La fórmula de retorno o recobro instrumentado se ha denominado, en la mayoría de los Fondos, comisión variable (para distinguirla de la fija) de administración del emisor. Necesariamente vendrán amparadas legalmente en un contrato, y deberá girarse al Fondo en base de un sistema de devengo, con independencia de la existencia

de saldos monetarios en el Fondo para su atención (...)"

El problema tributario que suscita la citada comisión variable es el de su calificación tanto a efectos de la tributación del Fondo de Titulización como de la persona o entidad acreedora de la misma.

A nuestro entender, la citada calificación depende de la naturaleza jurídica del derecho a la percepción de la comisión variable. Si dicho derecho es similar al derivado de la participación en los recursos propios de entidades, el importe de la comisión variable formará parte de la base imponible del Fondo de Titulización. Por el contrario, si el mencionado derecho reúne las características propias de un derecho de crédito, el importe de la comisión variable no formará parte de la base imponible del Fondo de Titulización, ya que tendrá la condición de gasto fiscalmente deducible. Respecto del acreedor, el importe de la comisión variable tendrá la consideración de ingreso fiscalmente computable en el mismo período impositivo en que procede su imputación como gasto fiscalmente deducible en el Fondo de Titulización.

Para determinar en cada caso concreto la naturaleza jurídica del derecho a la percepción de la comisión variable habrá de estarse al correspondiente título jurídico. No obstante, de la información (...) parece más bien desprenderse la naturaleza de derecho de crédito.

En cuanto derecho de crédito, el importe de la comisión variable podrá ser objeto de dotación a la provisión para insolvencias, en los términos establecidos en el artículo 82 del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.

Ahora bien, en la medida que el acreedor de la comisión variable sea, precisamente, la persona que "eligió y proyectó las participaciones hipotecarias a movilizar (o diseñó el Fondo)" (...) o bien una persona o entidad vinculada con la misma, deberá estarse a lo previsto en el artículo 82.3, letra *d*), del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades. Por consiguiente, en ningún caso podrá ser causa de la dotación a la citada provisión la circunstancia prevista en el artículo 82.2, letra *c*), del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades (13).

Finalmente, por lo que se refiere al Impuesto sobre el Valor Añadido soportado no deducible, tendrá la consideración de gasto fiscalmente deducible en el Impuesto sobre Sociedades, ya directamente ya a través de la amortización de los bienes adquiridos».

En la contestación de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993, transcrita parcialmente líneas atrás en lo relativo a la tributación del Fondo de Titulización Hipotecaria por el Impuesto sobre Sociedades se plantea, esencialmente, la posible integración de la denominada «comisión variable» en la base imponible del mencionado Impuesto sobre Sociedades. La Dirección General de Tributos parece optar por la consideración de la mencionada comisión como gasto fiscalmente deducible por asimilación a un derecho de crédito (14).

Como puede observarse, el informe objeto de comentario toma especial cuidado en que la consideración de la comisión variable como gasto fiscalmente deducible en la base imponible del Impuesto sobre Sociedades no permita obtener un resultado de diferimiento en el pago de impuestos a través de la imputación temporal de la misma en períodos impositivos futuros del Impuesto sobre Sociedades del perceptor. Así se hace constar que la mencionada comisión tendrá la consideración de ingreso fiscalmente computable *en el mismo período impositivo* en que procede su imputación como gasto fiscalmente deducible en el Fondo de Titulización.

El criterio expresado manifiesta una pretensión de otorgar plena neutralidad tributaria al tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de los Fondos de Titulización Hipotecaria. Este principio es, a nuestro juicio, coherente con la referencia normativa contenida en la Ley 19/1992, de 7 de julio, según la cual los Fondos de Titulización Hipotecaria están sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general, así como aplicando la normativa general para la determinación de la base imponible de este tributo.

Este principio normativo e interpretativo de neutralidad fiscal en el Impuesto sobre Sociedades no satisfará, desde luego, a quienes quieran ver en la reglamentación fiscal de la titulización hipotecaria un régimen de beneficios fiscales que, en todo caso, no se aprecia en el texto de la normativa objeto de análisis ni, tampoco, en la especificación del régimen fiscal de los Fondos de Titulización Hipotecaria de acuerdo con la doctrina, antes transcrita y ahora comentada, de la Administración Tributaria.

Por último, conviene mencionar la procedencia de la aplicación de la provisión por insolvencias en los términos recogidos en el artículo 82 del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades. Esta cuestión es de gran transcendencia, ya que no conviene olvidar que los créditos objeto de cesión en el proceso de titulización hipotecaria son crédi-

tos garantizados por derechos reales sobre bienes inmuebles y, como es bien sabido, el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades no admite la calificación de saldos de dudoso cobro a aquéllos que estén «garantizados por hipoteca, prenda, pacto de reserva de dominio o garantías reales equivalentes, en cuanto a la parte garantizada, salvo en los casos de pérdida o envilecimiento de la garantía, así como los que hayan sido objeto de renovación o prórroga» (15).

En este orden de ideas, la única limitación que recuerda la doctrina de la Administración Tributaria en cuanto a las dotaciones a la provisión por insolvencias es la relativa a la vinculación o identidad del perceptor de la comisión variable en los términos a que se refiere la letra *d*), del apartado 3 del artículo 82 del comentado precepto reglamentario.

Una última cuestión que tiene que ser objeto de comentario es la relativa a las retenciones a cuenta del Impuesto sobre Sociedades que deba soportar el Fondo de Titulización Hipotecaria. A estos efectos, conviene precisar que la letra *h*), del artículo 8º, apartado 1, de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, en su redacción original proveniente del artículo 4º, de la Ley 19/1992, de 7 de julio, excluía de la retención a cuenta:

«Los rendimientos de participaciones hipotecarias que constituyan ingreso de Fondos de Titulización Hipotecaria».

Esta disposición, con su redacción original, ha sido objeto de análisis en estas líneas a la hora de precisar la calificación fiscal correspondiente a los activos denominados «participaciones hipotecarias».

Sin embargo, el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, modifica el texto antes transcrito ampliando la excepción de la retención a cuenta a:

«Los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingresos de Fondos de Titulización».

Dos son, a nuestro juicio, las modificaciones que el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, ha introducido en la letra *h*), comentada:

1. En primer lugar, ha ampliado los rendimientos exceptuados de retención, ya que no sólo se refiere a aquellos procedentes de las participaciones hipotecarias, sino que, igualmente, incluye los procedentes de préstamos u otros derechos de crédito. Conviene observar la amplitud del texto legal en su nueva redacción.

2. Una segunda modificación, que no debe pasar desapercibida, es la relativa a la expresión «Fondo de Titulización Hipotecaria» que recogía, en su versión original, la comentada letra *h*), por la nueva expresión de «Fondos de Titulización». Esta ampliación del sujeto receptor de rendimientos exceptuados de retención a cuenta permite extraer conclusiones en el ámbito de la titulización de activos distinta de la relativa a créditos hipotecarios, siempre y cuando se utilice la técnica de creación de Fondos de Titulización que define la Ley 19/1992, de 7 de julio, con las modificaciones introducidas y que luego serán objeto de comentario en el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero.

Por lo que se refiere a la interpretación de la letra *h*), del artículo 8, apartado 1, de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, la Administración Tributaria ha evacuado contestación a consulta presentada al amparo del artículo 107 de la Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria, con fecha 30 de marzo de 1993. La cuestión consultada se circunscribía a la posible excepción de retenciones a cuenta sobre los intereses de cuentas bancarias percibidos por un Fondo de Titulización Hipotecaria.

En contestación a esta consulta, la Administración Tributaria entiende que:

«La Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, en su artículo 8.1, y según la nueva redacción dada al párrafo *h*), por el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, establece:

1. No estarán sometidos a retención los intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos en los casos siguientes:

(...)

*h*) Los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingresos de Fondos de Titulización.

(...)

Los intereses de cuentas bancarias percibidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria estarán incluidos en este apartado y, en consecuencia, no estarán sometidos a retención a cuenta del Impuesto sobre Sociedades».

Como puede observarse, el criterio de la Administración Tributaria es amplio y flexible al considerar que rendimientos percibidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria distintos de los correspondientes a participaciones hipotecarias están exceptuados de la oportuna retención a cuenta, tal y como dispone la letra *h*), del artículo 8º, apartado 1, comentado. Por último, conviene dejar constancia que la contestación transcrita se refiere a un Fondo de Titulización Hipotecaria y, en consecuencia, no plantea las cuestiones relativas a la posible retención de rendimientos percibidos por Fondos de Titulización que materialicen procesos de securitización de otras modalidades de activos.

## II. TITULIZACION DE OTROS ACTIVOS

### 1. Introducción

Al margen de posibles fórmulas de titulización de activos realizadas al amparo del principio de autonomía de la voluntad y de libertad en la realización de pactos contractuales, conviene advertir que el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo regula, de una manera expresa, la ampliación del ámbito de aplicación de la Ley 19/1992, de 7 de julio, por lo que respecta al procedimiento de cesión de créditos hipotecarios en que consisten los Fondos de Titulización Hipotecaria. En este sentido, el artículo 16 del mencionado Real Decreto-Ley, bajo el título de «Titulización de préstamos y otros derechos de crédito», establece al respecto:

«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 5º y 6º de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización 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».

Considerando esta medida normativa, conviene plantear, si bien sea brevemente, aquellas cuestiones fiscales derivadas del establecimiento de esquemas de titulización de activos de índole no hipotecario, si bien parece preciso para ello anali-

zar de forma separada la operativa descrita en el precepto transcrito y, por otro lado, aquellas operaciones de titulización de activos instrumentadas al margen de la normativa mencionada y como simples operaciones de cesión de créditos realizadas al amparo del principio de libertad de pactos que rige en nuestro ordenamiento jurídico mercantil.

## **2. Titulización de préstamos y otros derechos de crédito al amparo de lo dispuesto en el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero**

Como hemos comentado en este mismo epígrafe, el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, prevé la posibilidad de una simple extensión del régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias en los artículos 5º y 6º de la Ley 19/1992, de 7 de julio, a la titulización de otros derechos o préstamos entre los que se mencionan expresamente los relacionados con actividades de las pequeñas y medianas empresas.

Este precepto responde al documento «la aportación española a la iniciativa europea de crecimiento» en el que se comenta la extensión del régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias a los préstamos y otros derechos de crédito relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas (PYMES).

Como puede observarse, la norma antes transcrita parece exceder en su contenido de la finalidad reflejada en el documento oficial objeto de comentario, ya que la referencia a las actividades de las pequeñas y medianas empresas no aparece en el texto del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, con carácter taxativo a efectos de limitar el régimen jurídico y, en consecuencia, fiscal, de las operaciones de titulización de activos.

Por otro lado, una reflexión de índole literalista sobre el artículo 16 transcrito podría llevarnos a pensar que la problemática fiscal de aquellas operaciones de titulización de activos no hipotecarios que se encuentren en el marco del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, y su futuro desarrollo reglamentario, podría ser idéntico al que antes ha quedado comentado en referencia exclusiva a la cesión de créditos hipotecarios.

Por lo que se refiere a esta cuestión, conviene advertir que, en nuestra opinión, el régimen fiscal mencionado y que ha sido objeto de tratamiento en el anterior epígrafe de este trabajo no parece

poder ser extendido de manera idéntica a activos no hipotecarios, ya que algunas cuestiones comentadas en relación con el Impuesto sobre Sociedades derivan de la cesión de un crédito con garantía inmobiliaria. Esta circunstancia dará lugar a que haya de llegarse, con toda seguridad, a resultados diversos cuando se trate de articular fiscalmente una operación de titulización de activos de carácter no hipotecario.

Por otro lado, la restricción que supone limitar el esquema de titulización de activos no hipotecarios en relación con préstamos y créditos relacionados con el normal funcionamiento de las pequeñas y medianas empresas, lleva aparejada toda la dificultad que supone la delimitación subjetiva de las PYMES sometidas, en todo caso, a una configuración ciertamente ambigua. Por un lado, no existe una definición unánime sobre qué ha de entenderse por una PYME. Esta circunstancia plantea un importante confusiónismo terminológico que puede conducir, en ocasiones, a interpretaciones interesadas, máxime cuando esta delimitación subjetiva puede permitir el acceso de una operación financiera compleja a un régimen fiscal que se nos antoja, ciertamente, neutral.

La única referencia normativa expresa a la fiscalidad de operaciones de titulización de activos no hipotecarios parece encontrarse en el último texto de la letra *h*), del artículo 8.1 de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, según el cual, quedan exceptuados de retención a cuenta:

«Los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingresos de Fondos de Titulización».

Como hemos tenido ocasión de comentar en el anterior epígrafe, se observa una mayor amplitud en el ámbito de aplicación de esta norma respecto del texto original de la misma según la redacción que hizo el artículo 4º de la Ley 19/1992, de 7 de julio. En este sentido, conviene recordar la generosa referencia actual a Fondos de Titulización que, en nuestra opinión, podría plantear su aplicación extensiva respecto de aquellos Fondos cuya finalidad fuera la cesión y titulización de créditos de índole no hipotecaria.

Estas reflexiones van más allá de la doctrina de la Administración Tributaria que, tal y como ha sido objeto de comentario, se ha limitado a afirmar que los «intereses de cuentas bancarias percibidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria estarán incluidos en este apartado y, en consecuencia, no estarán sometidos a retención a cuenta del Impuesto sobre Sociedades» (16).

Considerando el desconocimiento al tiempo de redactar estas líneas del uso que el Gobierno dé a la autorización recogida en el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, basta, en estos momentos, sentar determinadas conclusiones generales respecto de la fiscalidad de estas operaciones de titulación de créditos no hipotecarios:

1.<sup>a</sup> A nuestro juicio, parece problemática la delimitación subjetiva del concepto «pequeña y mediana empresa» a efectos de precisar los créditos y préstamos que puedan ser susceptibles de operaciones de titulación con el régimen especial previsto en los artículos 5º y 6º de la Ley 19/1992, de 7 de julio.

2.<sup>a</sup> El régimen fiscal de estas operaciones de titulación deberá ser semejante al que definen los dos artículos antes mencionados. En este sentido, los Fondos de Titulación de activos no hipotecarios deberán quedar sometidos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general. En este orden de ideas, se hace preciso un criterio interpretativo claro, en coherencia con el existente para Fondos de Titulación Hipotecaria, que permita garantizar que a través de estas operaciones de titulación no se produzca un diferimiento en el pago del Impuesto sobre Sociedades en función de la aplicación de criterios diversos de imputación temporal.

3.<sup>a</sup> Pese a la analogía o similitud entre el régimen fiscal aplicable a las operaciones de titulación hipotecaria y el aplicable a aquellas otras de titulación de activos sin garantía inmobiliaria, no puede afirmarse la existencia de una total identidad entre ambos, ya que la peculiaridad de existencia de créditos con derechos reales de garantía sobre inmuebles determinará ciertas peculiaridades que no han de concurrir en otras operaciones de titulación de activos.

4.<sup>a</sup> En nuestra opinión, la nueva redacción de la letra *h*) del artículo 8.1 de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros permite una interpretación extensiva en relación con aquellos rendimientos procedentes de préstamos o créditos percibidos por Fondos de Titulación que desarrollen su actividad al margen de la titulación hipotecaria.

### 3. Otras operaciones de cesión de créditos

Como hemos comentado al inicio de este epígrafe, la titulación de activos puede realizarse al margen del procedimiento recogido en el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, en referen-

cia a la Ley 19/1992, de 7 de julio, de acuerdo con el principio de libertad de pactos que rige en nuestro ordenamiento jurídico privado. De hecho, son numerosas las operaciones de cesión de créditos realizadas que han utilizado como vehículo de la cesión la creación de un valor mobiliario homogéneo estandarizado y susceptible de negociación en mercados secundarios.

En nuestra opinión, las cuestiones fiscales que se suscitan en las operaciones descritas se centran en la definición del esquema de retenciones a cuenta y, en especial, en la definición del sujeto que deba de practicar las mencionadas retenciones.

Por lo que se refiere a esta cuestión, conviene recordar la norma contenida en el artículo 6º del Real Decreto-Ley 5/1989, de 7 de julio, sobre medidas financieras y fiscales urgentes, según el cual:

«Artículo 6º. Retención a cuenta sobre los rendimientos del capital mobiliario satisfechos como consecuencia de la transmisión, cesión o transferencias de crédito. Sin perjuicio de lo dispuesto en las letras *c*) y *d*) del apartado uno, del artículo 8º, de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, los rendimientos del capital mobiliario cualquiera que sea su naturaleza, satisfechos por una entidad financiera a un tercero, como consecuencia de la transmisión, cesión o transferencia, total o parcial de un crédito titularidad de aquélla, deberán ser objeto de retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o, en su caso, del Impuesto sobre Sociedades.»

Como hemos tenido ocasión de comentar en otras ocasiones (17), la problemática jurídica, tal y como se regula en nuestro Código Civil, se centra en limitar la relación existente entre cedido y cesionario.

Según nuestro Código Civil hay que diferenciar dos situaciones:

1.<sup>a</sup> Aquella en la que el deudor cedido no conozca la existencia de la cesión del crédito. En tal caso, el cedido se libera por el pago que haga al cedente.

2.<sup>a</sup> Aquella otra en la que el deudor cedido conoce de la existencia de la cesión y de la identidad del acreedor cesionario. En este segundo supuesto sólo se libera el cedido por el pago que haga al cesionario.

Efectivamente, el artículo 1.527 del Código Civil contiene una referencia expresa a la notificación de la cesión, en los siguientes términos:

«El deudor, que antes de tener conocimiento de la cesión satisfaga al acreedor, quedará libre de la obligación».

Por su parte, el Código de Comercio vigente regula esta materia en el artículo 347 bajo el título de «Transferencias de créditos no endosables».

Dispone la norma citada:

«Los créditos mercantiles no endosables ni al portador, se podrán transferir por el acreedor sin necesidad del consentimiento del deudor, bastando poner en su conocimiento la transferencia.

El deudor quedará obligado para con el nuevo acreedor en virtud de la notificación, y desde que tenga lugar no se reputará pago legítimo sino el que hiciera a éste.»

Conviene destacar de esta regulación los siguientes extremos:

a) La transferencia del crédito no requiere consentimiento del deudor.

b) El deudor quedará obligado con el nuevo acreedor a partir de la notificación de la transferencia.

En conclusión, cabe diferenciar las siguientes posibilidades:

1. Aquella situación en la que el deudor no conozca de la existencia de la cesión del crédito y, en consecuencia, no conozca la identidad del cesionario. En este caso, se reputa pago legítimo el realizado por el deudor al antiguo acreedor teniendo, este pago, el carácter de liberatorio.

2. Aquella otra en la que el deudor conozca la existencia de la transferencia y la identidad del cesionario, todo ello, como consecuencia de la notificación que, de la misma, le haya hecho el primitivo acreedor. En este segundo supuesto el deudor quedará obligado frente al nuevo acreedor, ya que sólo se considera como pago legítimo el realizado a este último.

Por lo que se refiere a los aspectos fiscales de las cesiones de crédito no hipotecarios, el artículo 6º, antes transcrito, del Real Decreto-Ley 5/1989, de 7 de julio, contiene la única referencia que merece estudio en este epígrafe. El principio general que sienta la norma mencionada es el de la retención a cuenta de los impuestos personales que deberá practicar la entidad financiera que satisfaga un rendimiento del capital mobiliario como conse-

cuencia de una transmisión, cesión o transferencia, total o parcial, de un crédito.

De la norma objeto de comentario podemos resaltar los siguientes extremos:

1. Se trata de un precepto aplicable de manera específica a entidades financieras, ya que el presupuesto de hecho se centra siempre en la satisfacción de un rendimiento de capital mobiliario por una entidad financiera a un tercero.

2. Es importante observar la amplitud del concepto de cesión de créditos que recoge el mencionado precepto. En este sentido, menciona transmisiones, cesiones, transferencias y, por otro lado, se refiere a operaciones totales o parciales. A nuestro juicio, quedarían incluidos en la norma los rendimientos del capital mobiliario satisfechos por entidades financieras como consecuencia de la cesión de nudas propiedades o usufructos de créditos.

3. En nuestra opinión, la norma comentada se refiere a un presupuesto de hecho concreto, cual es el relativo a la cesión de crédito no notificada por la entidad bancaria cedente al deudor cedido o, al menos, no especificada la identificación del cesionario. En este sentido, la retención se predica de quien es pagador legítimo, esto es, de la entidad financiera cedente que ha de abonar un rendimiento de capital mobiliario a un tercero.

4. Por último, el precepto comentado exceptúa aquellos rendimientos del capital mobiliario que, al amparo de lo dispuesto en las letras c) y d) del apartado uno, del artículo 8º de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sean percibidos, asimismo, por entidades financieras exceptuadas de soportar las retenciones a cuenta sobre el Impuesto sobre Sociedades. La razón de ser de esta excepción deriva de que nos encontramos ante una cesión de crédito sin documentación en valores mobiliarios transmisibles, ya que, como es bien sabido, la excepción anterior tiene como límite «los intereses y rendimientos de las obligaciones, bonos u otros títulos emitidos por entidades públicas o privadas, nacionales o extranjeras, y que integren la cartera de valores de las entidades», exceptuadas de soportar retenciones a cuenta.

De acuerdo con los planteamientos anteriores, el análisis del artículo 6º del Real Decreto-Ley 5/1989, de 7 de julio, si bien parece una referencia obligada en el análisis de los aspectos fiscales de las cesiones de activos no hipotecarios, adolece del defecto de estar pensando en un presupuesto de hecho totalmente distinto, cual es el relativo a las cesiones de crédito no documentadas a través de procedimientos de titulación.

## NOTAS

(1) En concreto, la Exposición de Motivos de la citada Ley 19/1992, de 7 de julio, establece al respecto que: «La presente Ley regula, igualmente, por primera vez en España, los llamados "Fondos de Titulización Hipotecaria". Estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito. Ello permitirá a éstas una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.»

(2) Nueva redacción incluida en la disposición adicional 7.<sup>a</sup> de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

(3) Real Decreto 2.027/1985, de 23 de octubre.

(4) Este precepto ha sido objeto de modificación reciente en el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, tal y como será objeto de comentario en este mismo epígrafe.

(5) Al no tener norma específica de entrada en vigor, la Ley 19/1992, de 7 de julio, entró en vigor a los veinte días de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado», de acuerdo con lo dispuesto en nuestro Código Civil.

(6) En concreto, el artículo 5.<sup>o</sup>, apartado 6, primer párrafo de la Ley 19/1992, de 7 de julio, establece al respecto: «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.»

(7) El antecedente normativo al esquema de calificación tributaria de activos financieros que contiene el artículo 37 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se contiene en la disposición adicional 9.<sup>a</sup> de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, así como en la normativa recogida en las Leyes de Presupuestos Generales del Estado de 1989, 1990, 1991, 1992, 1993 y 1994, por la que se determinan los tipos de interés efectivos referenciales para la calificación tributaria de los diferentes activos financieros.

El artículo 37 de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas es, sin embargo, más amplio que la referida disposición adicional 9.<sup>a</sup>, ya que recoge los criterios para la calificación tributaria de activos financieros cuando, por determinadas características financieras, resulte más compleja la fijación de los tipos de interés equivalentes al flujo de rendimientos explícitos (cupones de bonos y obligaciones).

(8) Por lo que se refiere a esta equivalencia financiera, el segundo párrafo del apartado 6 del artículo 5.<sup>o</sup> de la Ley 19/1992, de 7 de julio, dispone al respecto:

«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.»

(9) Este tema ha sido objeto de detallado análisis en nuestra obra *Estudios sobre Fiscalidad Financiera y Bursátil*, Editorial CISS, Valencia, 1993.

(10) En concreto, el primer párrafo del mencionado apartado 10 dispone: «Los Fondos de Titulización Hipotecaria estarán sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general.»

(11) Este carácter aparece definido en el apartado 1, del artículo 5.<sup>o</sup> de la Ley objeto de comentario, según el cual: «Para la emisión de los valores a que se refiere este artículo deberán constituirse agrupaciones de participaciones hipotecarias denominadas "Fondos de Titulización Hipotecaria".

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».

(12) Artículo 5.<sup>o</sup>, apartado 6, de la Ley 19/1992, de 7 de julio.

(13) El artículo 82, apartado 3, letra d), del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre, considera que en ningún caso tendrán la calificación de saldo de dudoso cobro aquellos que sean «adeudados por personas o entidades que tengan la consideración de vinculadas, según las normas del artículo 39 de este Reglamento, salvo en los casos de insolvencia judicialmente declarada y en la parte a que efectivamente afecte la insolvencia».

En la contestación transcrita de la Dirección General de Tributos se menciona, de manera expresa, el precepto ahora transcrito del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades en relación con aquellos casos en que el acreedor de la comisión variable sea, precisamente, el artífice del proceso de titulización de créditos en que consiste el Fondo de Titulización Hipotecaria. Para ello, se menciona literalmente como acreedor de la mencionada comisión a «quien eligió y proyectó las participaciones hipotecarias a movilizar o, en su caso, diseñó el Fondo de Titulización Hipotecaria».

La vinculación o identidad respecto del acreedor de la comisión variable impide la dotación a la provisión por insolvencias por causa de morosidad, en los términos a que hace referencia el artículo 82, apartado 2, letra c), del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, precepto en el que se contiene la referencia a los créditos morosos, «considerándose tales aquellos en que hayan transcurrido, como mínimo, seis meses desde su vencimiento sin que se haya obtenido el cobro». Tal y como recoge la letra d), del apartado 3 antes transcrita, en caso de vinculación la dotación para casos de insolvencias deberá circunscribirse a la insolvencia judicialmente declarada.

(14) El hecho de que la Dirección General de Tributos no haya sido más tajante en la calificación de la naturaleza jurídica de la «comisión variable» deriva de que nos encontramos

ante una referencia no basada, aún, en la experiencia real sobre operaciones concretas de titulización de créditos hipotecarios. Al tiempo de evacuar esta contestación el conocimiento que la Administración Tributaria tenía de estas operaciones no era otro que el derivado de la información suministrada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y los futuros inversores, así como del análisis de operaciones realizadas en los mercados internacionales y sometidas a Ordenamientos de Derecho comparado.

(15) Letra c) del apartado 3, del artículo 82, del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.

(16) Contestación de la Dirección General de Tributos de 30 de marzo de 1993 transcrita en el epígrafe anterior de este trabajo.

(17) «Novedades incluidas en el Real Decreto-Ley 5/1989, de 7 de julio, sobre medidas financieras y fiscales urgentes», *Revista Gaceta Fiscal*, número 80, Madrid, 1989.



# EL REGIMEN DE LA TITULIZACION DE ACTIVOS FINANCIEROS EN LA IMPOSICION INDIRECTA

Juan ZORNOZA PEREZ

## I. INTRODUCCION

Con el fin de actualizar el régimen de exención previsto en el artículo 8.1.18.º, *i*), de la Ley 30/1985, de 2 de agosto, del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA en lo sucesivo), ampliando en apariencia sus términos (1), la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, tras afirmar que la constitución de los Fondos de Titulización Hipotecaria «estará exenta del concepto operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados» (ITPAJD en lo sucesivo), dispuso en su artículo 5.10 que «la administración de los Fondos por las Sociedades gestoras quedará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido».

La exención en la constitución de los Fondos del gravamen que recae sobre las operaciones societarias completa el régimen de beneficios fiscales aplicable en el ITPAJD a las operaciones relacionadas con la titulización hipotecaria, al sumarse a la exención ya reconocida respecto de la emisión, transmisión, reembolso y cancelación de las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias en los tres gravámenes integrados en dicho Impuesto (2). Por contra, la consagración de una exención en el IVA para la administración de los Fondos por las Sociedades gestoras bien poco aclara respecto del régimen que haya de tener en el citado tributo el conjunto de la operativa de los Fondos de titulización.

En efecto, el artículo 5.10 de la Ley 19/1992 se limitó a extender a la gestión de dichos Fondos la exención consagrada con anterioridad en la Ley 30/1985, con el fin de equiparar su tratamiento al de la gestión de los Fondos de Inversión Mobiliaria, de Pensiones y otras instituciones de inversión colectiva; lo que explica que la Ley 37/1992, de 28

de diciembre (LIVA en lo sucesivo), que contiene la vigente regulación del IVA, haya unificado tales supuestos para proclamar en su artículo 20.2.18.º, *n*), la exención de «la gestión y depósito de las Instituciones de Inversión Colectiva, de los Fondos de Pensiones, de Regulación del Mercado Hipotecario, de Titulización Hipotecaria y Colectivos de Jubilación, constituidos de acuerdo con su legislación específica». Pero la proclamación de una exención que abarca no sólo a la gestión, sino también al depósito de los Fondos (3), no aclara el régimen de las restantes operaciones que tales entidades realizan, en el marco de su funcionamiento ordinario, para cumplir el papel que les corresponde como instituciones que tratan de canalizar la inversión colectiva en créditos hipotecarios mediante la agrupación de participaciones hipotecarias con cuyo respaldo se procede a la emisión masiva de valores homogéneos y estandarizados que se conocen como «bonos de titulización hipotecaria» (4).

En cierto modo ello resulta lógico, habida cuenta de que la LIVA, de acuerdo con las Directivas comunitarias en la materia, establece en su artículo 20.1.18.º una serie de exenciones relativas a las operaciones financieras que pueden perfectamente resultar aplicables a las operaciones de los Fondos de titulización, sea de titulización hipotecaria o de titulización de préstamos y otros derechos de crédito. No obstante, la falta de desarrollo de estos últimos Fondos, cuyo objeto sería la titulización de «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», y a los que el Gobierno podría extender (art.16.1 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero) el régimen previsto en los artículos 5 y 6 de la Ley 18/1992, aunque sea «con las adaptaciones que resulten precisas», impide un análisis detallado de su régimen en la imposición indirecta, habida cuenta de la indefinición de sus formas de actuación. Por

ello, aun siendo conscientes de que dicho régimen podría no diferir en lo esencial del que resulte aplicable a los Fondos de titulación hipotecaria, hemos de centrarnos en el estudio de estos últimos, cuya operativa puede en cierto modo deducirse de lo dispuesto en los artículos 5 y 6 de la repetida Ley 18/1992, y ha sido descrita para diversos países (5).

Sin embargo, por razones fácilmente comprensibles, no hemos de realizar un análisis casuístico, desde la perspectiva de la imposición indirecta y, en particular, del IVA, de todas y cada una de las operaciones que pueden realizar los Fondos de titulación hipotecaria, porque su estructura funcional puede obedecer a distintos modelos (6), con el único requisito de que se garantice que los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al Fondo coincidan con los del conjunto de participaciones hipotecarias agrupadas en él (art. 5.6 de la Ley 19/1992). De ahí que hayamos de limitarnos al examen de las que pueden considerarse actuaciones típicas en orden a su constitución, a su funcionamiento ordinario y a su administración, arrancando para ello de la consideración de los Fondos de titulación hipotecaria como «patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica» (art. 5.1 Ley 19/1992), como patrimonios especiales susceptibles de ser considerados por las leyes como sujetos pasivos de los tributos, de acuerdo con lo previsto en el artículo 33 de la Ley General Tributaria (LGT en lo sucesivo).

## II. LA CONSTITUCION DE LOS FONDOS DE TITULIZACION

Según dispone el artículo 6.1 de la Ley 19/1992, la constitución de los Fondos de titulación hipotecaria se llevará a cabo por Sociedades gestoras especializadas que, en correspondencia con su denominación como Sociedades gestoras de Fondos de titulación hipotecaria, tendrán en ésta su objeto exclusivo, pudiendo constituir y tener a su cargo la administración y representación legal de uno o más Fondos. La creación de tales Sociedades, que guardan un indudable paralelismo con las gestoras de otras instituciones de inversión colectiva, requiere de la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, siendo lógico pensar que una vez autorizadas, con carácter previo a su inscripción en el Registro especial abierto al efecto en la citada CNMV, deberán constituirse como Sociedades mercantiles, mediante el otorgamiento de la escri-

tura pública y su correspondiente inscripción en el Registro Mercantil (7).

De acuerdo con el vigente TRITPAJD, al no haberse previsto ningún beneficio fiscal específico para tales operaciones, se encontrarán plenamente sujetas a los gravámenes sobre operaciones societarias y actos jurídicos documentados, que, como es sabido, comprende a su vez dos modalidades, consistentes en un gravamen fijo sobre ciertos documentos en sí mismos considerados y en un gravamen proporcional sobre los actos y negocios jurídicos que sean documentados de una determinada manera (8). De ese modo, sin que exista una razón clara para ello, el régimen de constitución de las Sociedades gestoras se aparta del previsto para la constitución de los Fondos de titulación, que expresamente se declara exenta del gravamen sobre las operaciones societarias y, como veremos, tampoco se encuentra gravada en el de actos jurídicos documentados. Y esa asimetría en el régimen de ambas operaciones societarias no puede considerarse lógica, porque si el beneficio fiscal previsto para los Fondos de titulación en el artículo 5.10 de la Ley 19/1992 —hoy incorporado al artículo 45.I. C). 17.º del TRITPAJD—, se explica por el interés en fomentar la constitución de unas entidades cuya función económica parece relevante en el marco de la reforma del mercado hipotecario, no se alcanza a entender que se excluya del mismo a otras entidades —las Sociedades gestoras— cuya intervención es imprescindible a idénticos efectos, por ser las llamadas a constituir los Fondos de titulación hipotecaria y tener en su gestión su objeto exclusivo, por disposición legal expresa.

Constituidas e inscritas las Sociedades gestoras, el punto de partida para la constitución de los Fondos es la agrupación de las participaciones hipotecarias llamadas a integrar su activo, cuya emisión y transmisión por parte de las entidades financieras titulares de los créditos hipotecarios correspondientes estarán exentas del ITPAJD, de acuerdo con lo previsto en el artículo 45.I.C).5.º, del TRITPAJD y en el artículo 19 de la Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario (9). A partir de dicha agrupación de participaciones hipotecarias pueden ya constituirse los Fondos, operación societaria que según el artículo 45. I. C). 17.º del TRITPAJD y el artículo 5.10 de la Ley 19/1992, quedará exenta del correspondiente gravamen en el ITPAJD.

El establecimiento de dicha exención, que alcanza únicamente a una de las operaciones societarias sujetas de acuerdo con el artícu-

lo 19.1.1.º del TRITPAJD, presupone la consideración de los Fondos de titulización como entidades sometidas a dicho gravamen, lo que resulta discutible en la medida en que dichos Fondos, al igual que otros con mayor tradición en nuestro sistema, no son sociedades y, por carecer de personalidad jurídica, difícilmente pueden asimilarse a ellas en los términos del artículo 22 del citado TRITPAJD, a no ser por la vía de su consideración como comunidades de bienes que realizan actividades empresariales, lo que resulta cuando menos forzado (10). En efecto, pese a las dudas que siempre han existido respecto de la naturaleza jurídica de este tipo de instituciones (11), las relaciones existentes entre el Fondo de titulización, la Sociedad gestora y los titulares de las coparticipaciones o bonos de titulización hipotecaria indican que nos encontramos ante una figura construida sobre los moldes del *trust* anglosajón, ante un patrimonio separado sobre el que se constituye una suerte de fideicomiso (12). Y siendo ello así no resulta fácil afirmar su sometimiento al gravamen sobre las operaciones societarias, aunque siempre pueda mantenerse que al declarar exenta la constitución de los Fondos de titulización hipotecaria, el propio TRITPAJD está proclamando implícitamente su previa sujeción al mismo; sujeción de la que, por cierto, podrían derivarse algunas consecuencias prácticas, pues al encontrarse exenta únicamente la constitución de los Fondos, siempre podría plantearse el gravamen de su disolución o liquidación anticipada, contemplada en el artículo 5.3 de la Ley 19/1992, e incluso el de las modificaciones producidas con motivo de la amortización de las participaciones agrupadas en los Fondos, que podrían considerarse asimilables a la disminución de capital, o la correlativa amortización anticipada de los bonos de titulización hipotecaria, etcétera.

No pretendemos, sin embargo, mantener que en esos casos procede aplicar a los Fondos de titulización hipotecaria el gravamen de las operaciones societarias, entre otras razones porque ello ocasionaría problemas de todo tipo, por ejemplo, en orden a la determinación de las correspondientes bases imponibles, habida cuenta de que los Fondos no tienen capital en sentido técnico (13). De ahí que quepa reclamar una clarificación del régimen en el TRITPAJD de estas entidades que, sin encontrarse formalmente sujetas al gravamen sobre las operaciones societarias, aparecen exentas sólo en cuanto a su constitución, seguramente porque el resto de las operaciones que integran este concepto —aumento y disminución de capital, fusión, escisión y disolución— no pueden con-

cebirse en términos jurídicos cuando se trata de Fondos y, en particular, de Fondos de titulización hipotecaria.

En todo caso, la exención de la constitución de los Fondos de titulización en el gravamen sobre operaciones societarias no excluye la aplicación del correspondiente a los actos jurídicos documentados, al que quedará sujeta la correspondiente escritura pública (14) en los términos del artículo 31 del TRITPAJD. Como hemos señalado, este último gravamen comprende, a su vez, dos modalidades, pues, por un lado, grava ciertos documentos en sí mismos considerados y, por otro, los actos y negocios jurídicos que sean documentados de una determinada manera (15), sin que la aplicación del primero de ellos, consistente en el caso de los documentos notariales en una cuota fija por pliego o folio, suscite mayores dudas en el supuesto que nos ocupa. Por contra, no parece que la escritura de constitución o creación del Fondo pueda quedar sometida a la denominada cuota variable o gravamen gradual de los actos jurídicos documentados, tal y como lo concibe el artículo 31.2 del TRITPAJD; y mucho menos que por cumplir una doble función, al operar no sólo como tal escritura de constitución, sino también como escritura de emisión de los valores que se van a emitir en representación de la titularidad sobre el patrimonio del Fondo y que constituyen su pasivo (16), pueda dar lugar a una incidencia plural de dicho gravamen (17). En efecto, la aplicación del gravamen gradual resulta impensable porque tanto los Fondos de titulización hipotecaria como los valores emitidos con cargo a los mismos quedan excluidos de la publicidad del Registro Mercantil por imperativo del artículo 5.3 de la Ley 19/1992, que establece con toda rotundidad que «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»; de modo que al no contener actos inscribibles, las escrituras de constitución de los Fondos y emisión de sus bonos de titulización no pueden quedar sujetas a ese gravamen gradual, al no cumplirse uno de los elementos que integran el presupuesto de hecho previsto en el citado artículo 31.2 del TRITPAJD (18).

Por su parte, ni en la constitución de las Sociedades gestoras, ni en la de los Fondos de titulización, parece que tengan lugar operaciones en las que haya de devengarse el IVA, aunque naturalmente las Sociedades gestoras, en desarrollo de

sus funciones de promoción y constitución de los Fondos, efectuarán adquisiciones de bienes y deberán procurarse servicios sujetos al Impuesto, por ejemplo, los relacionados con la evaluación, por parte de una entidad calificadora, del riesgo financiero de los valores emitidos y que deberán figurar en los folletos de emisión (art. 5.8 Ley 19/1992), soportando la repercusión de las cuotas de IVA correspondientes. Cuotas que, podemos adelantar ya, no podrán ser objeto de deducción por parte de las Sociedades gestoras, pues su objeto exclusivo es precisamente la administración de Fondos de titulización hipotecaria, operación que se encuentra exenta del IVA. [artículo 20.1.18.º, n) LIVA].

### III. EL FUNCIONAMIENTO DE LOS FONDOS DE TITULIZACION Y EL IVA

La constitución de los Fondos de titulización supone la creación de patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, integrados en cuanto a su activo por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por coparticipaciones o bonos de titulización hipotecaria cuya cuantía y condiciones financieras deben ser tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo (art. 5.1 Ley 19/1992); de patrimonios separados cuya administración y representación legal corresponderá a las Sociedades gestoras que los hubieren creado (art. 5.2 Ley 19/1992) y que en el mismo acto de constitución, en representación del Fondo, suscriben las participaciones hipotecarias que en él han de agruparse.

Sin embargo, los Fondos de titulización hipotecaria, en cuanto tales patrimonios separados carentes de personalidad, son centros de imputación de normas y efectos jurídicos, por lo que no cabe prescindir de su consideración a efectos fiscales, según demuestra el artículo 5.10 de la repetida Ley 19/1992 al establecer que estarán sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general. De acuerdo con la previsión del artículo 33 de la LGT se afirma así de forma inequívoca que los Fondos de titulización hipotecaria son sujetos pasivos de dicho Impuesto, calificación que puede extenderse al IVA, sobre todo si se tiene presente que el artículo 84.3 de la LIVA establece que «tienen la consideración de sujetos pasivos las herencias yacentes, comunidades de bienes y demás entidades que, careciendo de personalidad jurídica, constituyan una unidad económica o patrimonio separado susceptible de imposición, cuando realicen operaciones sujetas al impuesto» (19).

La cuestión radica, por tanto, en determinar si los Fondos de titulización hipotecaria, definidos como patrimonios separados y cerrados (art. 5.1 Ley 19/1992), tanto respecto de las entidades emisoras de las participaciones hipotecarias que en ellos se agrupan como respecto de las Sociedades gestoras que los administran y representan, realizan o no operaciones sujetas al IVA, pues sólo en caso afirmativo deberán ser considerados sujetos pasivos del mismo. Y lo cierto es que los Fondos, en cuanto tales patrimonios separados y cerrados, no parece que realicen ninguna de las operaciones sujetas al IVA, salvo porque se les imputan las prestaciones de servicios de carácter financiero que realizan las Sociedades gestoras en favor de los titulares de los bonos de titulización hipotecaria, cuyos intereses representan y defienden en calidad de gestoras de negocios ajenos (art. 6.1 Ley 19/1992), lo que explica que el Informe de la Dirección General de Tributos, de 8 de julio de 1993, afirme tajantemente que serán sujetos pasivos del IVA en los términos previstos por la Ley 37/1992.

Siendo ello así, parece que las operaciones que cabe imputar a los Fondos, realizadas con el fin de retribuir a los titulares de los bonos de titulización emitidos, de acuerdo con las condiciones establecidas para cada emisión, tendrán en todo caso, a efectos de su sometimiento al IVA, la consideración de prestaciones de servicios, dado el carácter residual y negativo con que estas operaciones se configuran en el marco de la definición del hecho imponible del tributo en cuestión (20). Prestaciones de servicios de carácter financiero cuya calificación es ciertamente difícil de precisar, porque la LIVA sólo se refiere a las operaciones o servicios financieros en el marco de la regulación de las exenciones (art. 20.1.16.º y 18.º LIVA), donde se realiza una larga enumeración de operaciones financieras exentas en la que no siempre resulta fácil encajar las relacionadas con los productos financieros de nueva creación como son los resultantes de los procesos de titulización hipotecaria.

En todo caso, lo que parece claro es que las operaciones imputables a los Fondos de titulización hipotecaria han de calificarse a efectos del IVA como prestaciones de servicios, que quedarán sujetas si se realizan dentro de su ámbito espacial de aplicación, por lo que ha de tenerse presente que, como regla, los servicios financieros (operaciones de seguro, reaseguro, capitalización y financieras descritas en el citado artículo 20.1.16.º y 18.º de la LIVA) se consideran prestados en el territorio de aplicación del Impuesto cuando el

destinatario sea un empresario o profesional y radique en dicho territorio la sede de su actividad económica o tenga en el mismo un establecimiento permanente o, en su defecto, el lugar de su domicilio [art. 70.1.5.º h), LIVA].

Pues bien, sentadas tales premisas, podemos ya analizar las diversas operaciones de los Fondos de titulización, según la descripción genérica que de las mismas resulta de la Ley 19/1992 y de la información proporcionada por los emisores, agrupándolas en operaciones activas, de las que resultan los ingresos de los Fondos, y en operaciones pasivas, de las que resultarán sus gastos. No es ésta, seguramente, la metodología más clara para el análisis de la operativa de los Fondos de titulización, pero a ella se acoge el citado Informe de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993, que evita de ese modo tener que pronunciarse sobre la calificación de cada una de las prestaciones de servicios que realizan los Fondos, lo que resultaría tremendamente complejo, habida cuenta del tratamiento que la LIVA dispensa a las operaciones financieras (21).

1. Entre dichas operaciones activas, las que constituyen la principal fuente de ingresos son, sin duda, las relacionadas con las participaciones hipotecarias agrupadas en los Fondos de titulización, que generan en su favor flujos de intereses (remuneratorios y, en su caso, de demora, por los débitos vencidos y no satisfechos por los deudores hipotecarios) y de principal que deberán corresponderse con los correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo a los Fondos. Flujos de intereses a los que han de sumarse los procedentes de las cuentas «principal» y «de intereses» en las que se depositarán las cantidades que reciban los Fondos en concepto de principal y de intereses de las participaciones hipotecarias que constituyan su activo o el interés fijo que los sustituya en virtud de los contratos de permuta financiera (SWAPs) que puedan celebrarse y, finalmente, los ingresos procedentes de las amortizaciones anticipadas del capital de los préstamos participados, de la ejecución de las garantías hipotecarias, del cobro de indemnizaciones por los seguros de daños suscritos por los deudores hipotecarios y otros ingresos suplementarios de ejecución de garantías.

Pues bien, según el criterio de la Dirección General de Tributos, esas operaciones de los Fondos de titulización hipotecaria cuya contraprestación constituye ingreso para los mismos, están sujetas pero exentas del IVA, por lo que los Fondos en cuestión «no podrán efectuar la deducción

del Impuesto soportado en las adquisiciones de bienes y servicios que realicen en el desarrollo de su actividad». Se afirma de este modo la exención genérica de las citadas operaciones financieras, al amparo de lo dispuesto en el artículo 20.1.18.º, a), c), d), e), k) y l) de las LIVA, rehuendo su calificación individual para sortear las dificultades suscitadas por el casuismo con que las Directivas comunitarias abordan el tratamiento de las operaciones financieras. Una exención de carácter limitado, simple o no pleno (22) que lleva aparejada la pérdida del derecho de deducción de las cuotas soportadas por el sujeto pasivo en las adquisiciones de bienes y servicios destinados a la realización de las operaciones exentas, lo que supone que los Fondos serán tratados como consumidores finales de dichos bienes y servicios, asumiendo las cuotas del IVA soportadas como un coste más de su actividad que tendrá la consideración de gasto deducible en el Impuesto sobre Sociedades, ya directamente, ya a través de la amortización de los bienes adquiridos.

2. Por lo que se refiere a las operaciones pasivas de los Fondos, el repetido Informe de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993 comienza afirmando la exención en el IVA de «las operaciones realizadas para los Fondos por empresarios o profesionales, relativos a la tenencia de bonos hipotecarios (cuya contraprestación son los intereses satisfechos por el Fondo), seguros y permutas financieras». De este modo, sin pronunciarse sobre la calificación precisa que corresponde a tales operaciones, se da por sentado que resultan reconducibles a alguna de las operaciones financieras exentas, quizá por entender que los bonos hipotecarios son valores mobiliarios emitidos con la finalidad de captar recursos ajenos y, por tanto, pueden encuadrarse entre los títulos que instrumentan la concesión de créditos o préstamos en dinero, operación financiera exenta del IVA, de acuerdo con el artículo 20.1.18.º, c), de la Ley 37/1992, al igual que las de seguro (art. 20.1.16.º) y las de permuta financiera (art. 20.1.18.º, d) que se realizan sobre los intereses de cada una de las participaciones hipotecarias, para convertirlos en un interés fijo anual, junto a otras operaciones conexas al proceso de mejora de la calidad financiera.

Por su parte, respecto de las operaciones realizadas por terceros en favor de los Fondos de titulización hipotecaria, tanto con motivo de la ejecución de garantías como en orden al mantenimiento de su estructura, que exige la realización de auditorías, publicidad, calificación y evaluación del riesgo inherente a los bonos, etc., no resulta

posible un pronunciamiento de carácter general, pues su régimen a efectos del IVA dependerá de la naturaleza de los concretos servicios prestados, que se encontrarán sujetos si lo son por empresarios o profesionales en el ejercicio de su actividad y podrán quedar exentos si pueden reconducirse a alguno de los supuestos enumerados en el artículo 20.1.18.º, k), de la LIVA. Pese a las apariencias, no sería ese el caso de la calificación y evaluación del riesgo de los bonos hipotecarios, operación de prestación de servicios relativa a valores que no puede considerarse exenta en virtud de lo dispuesto en el art. 20.1.18.º, k), de la LIVA, que excluye su aplicación a los valores mencionados en las letras anteriores de dicho número, entre los que se incluyen los títulos que instrumentan créditos o préstamos (art. 20.1.18.º, c), que es la consideración que parecen merecer los bonos de titulización.

En particular, dentro de esos gastos de mantenimiento de la estructura del Fondo se comprenden los ocasionados por los servicios de custodia, depósito o registro contable de las participaciones hipotecarias en él agrupadas, que prestan las entidades financieras emisoras de las participaciones y que, en cuanto servicios relativos a valores, con independencia de que representen, o no, un puro proceso de captación de recursos ajenos, instrumentando créditos o préstamos, se encontrarían sujetos y no exentos del IVA por no serles de aplicación, en principio, ninguna de las exenciones del artículo 20.1.18.º. Sin embargo, el Informe de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993 ha optado por considerarlos exentos, al entender que tales prestaciones de servicios forman parte de la gestión y depósito de los Fondos de titulización, operaciones que declara exentas el artículo 20.1.18.º, n), de la LIVA. Y ello resulta completamente lógico, pues la Ley 37/1992 ha ampliado de manera notable la exención prevista para la gestión de este tipo de entidades en la anterior Ley 30/1985, haciéndola extensiva a la totalidad de las tareas de administración, entendemos que con independencia de que las realice, o no, la Sociedad gestora especializada, y al depósito o registro contable, pues esta última fórmula equivale al depósito para los valores que, como los bonos de titulización, se representan exclusivamente mediante anotaciones en cuenta.

Ahora bien, si esto es así, de modo que los servicios de custodia y depósito o registro de las participaciones hipotecarias, prestados por las entidades financieras emisoras de las mismas, se consideran comprendidos en la «gestión y depósito» de los Fondos de titulización, para aplicarles la exención del artículo 20.1.18.º, n), de la LIVA, no

se entiende cómo el Informe de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993 afirma que los servicios de administración de los préstamos hipotecarios, prestados por el emisor de las participaciones a los Fondos y cuya contraprestación es la denominada «comisión de administración (fija)», deben considerarse operaciones sujetas y no exentas del IVA, máxime si se tiene presente que el propio Informe entiende que dichos servicios se refieren realmente «a la gestión de las participaciones hipotecarias, títulos valores cuya administración y custodia corresponde obligatoriamente a las entidades financieras emisoras de los mismos».

Porque dichas participaciones hipotecarias constituyen el activo de los Fondos de titulización, de modo que su gestión forma parte de la propia gestión de los Fondos, aunque no la realicen las Sociedades gestoras, sino las entidades financieras que las emitieron, por lo que debería considerarse exenta del IVA por aplicación del repetido artículo 20.1.18.º, n), de la LIVA, puesto que dicho precepto exime la gestión y depósito de los Fondos de titulización constituidos de acuerdo con su legislación específica, que reclama precisamente que algunas de esas operaciones, en concreto las de gestión de las participaciones hipotecarias que constituyen su activo, se realice por las entidades emisoras. Pero aunque no fuera así y entendiésemos, de acuerdo con lo que parece indicar el artículo 61.3 del Real Decreto 685/1982, en la redacción dada por el Real Decreto 1289/1991, que el emisor de las participaciones conserva sólo la custodia y administración de los créditos hipotecarios sobre los que se emiten las participaciones y no la de estos valores, esas prestaciones de servicios, cuya contraprestación se denomina comisión de administración fija, se encontrarían igualmente exentas del IVA en cuanto operaciones relativas a créditos o préstamos (incluida la gestión) efectuadas por quienes los concedieron, del artículo 20.1.18, d), de la LIVA.

Por último, dentro de los gastos de mantenimiento de la estructura de los Fondos, hemos de hacer referencia a los generados por las operaciones que las entidades financieras emisoras de las participaciones realizan en favor de los Fondos en el proceso de intermediación financiera, cuya contraprestación está constituida por la llamada comisión de administración variable que, según indica el Informe de la Dirección General de Tributos, de 8 de julio de 1993, no parece obedecer a la realización, por parte de dichas entidades financieras, de ningún tipo de entregas de bienes o prestaciones de servicios en favor de los Fondos sino que,

con independencia de la finalidad que persiga, parece coincidir más bien con el resultado periódico de las operaciones de los Fondos, y, por ello, en los folletos de emisión se describe como una cantidad subordinada y variable igual a la diferencia entre los ingresos y gastos contables para los Fondos en la fecha de pago, de forma que se extraiga el margen financiero obtenido.

De ser ello así, la inexistencia de prestaciones de servicios por parte de las entidades financieras emisoras de las participaciones implicaría la no realización del hecho imponible del IVA, por lo que dichas entidades no deberían efectuar repercusión alguna a los Fondos de titulización con motivo del cobro de la comisión de administración variable. Ahora bien, como reconoce el mismo Informe en su análisis relativo al régimen de los Fondos en el Impuesto sobre Sociedades, la calificación de dicha comisión variable dependerá de la naturaleza jurídica del derecho a su percepción, que puede ser similar al derivado de la participación en recursos propios de entidades o reunir las características propias de un derecho de crédito. Habrá de estarse, pues, en cada caso, al correspondiente título jurídico, aunque por la información de que dispone, la propia Dirección General de Tributos parece inclinarse por su consideración como derecho de crédito de las entidades financieras y, en consecuencia, como gasto fiscalmente deducible en la base de los Fondos en el Impuesto sobre Sociedades (23). Y siendo ello así, resulta extraño que a efectos del IVA no se mantenga, de forma paralela, que en línea de principio la comisión de administración variable constituye la remuneración de las prestaciones de servicios que las entidades financieras emisoras de las participaciones realizan en favor de los Fondos; prestaciones de servicios consistentes en la concesión de créditos, que se encontrarían sujetas al IVA, aunque exentas en virtud de lo dispuesto en el artículo 20.1.18.º, c), de la Ley 37/1992.

#### **IV. LA GESTIÓN Y DEPOSITO DE LOS FONDOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA**

Al examinar el régimen de las operaciones pasivas de los Fondos hemos tenido ya ocasión de referirnos a la exención en el IVA de las operaciones de gestión realizadas por las Sociedades gestoras, cuya contraprestación viene constituida por la comisión de administración en favor de las gestoras, a las que, como es sabido, de acuerdo con el artículo 5.2 de la Ley 19/1992, corresponderá la

administración y representación legal de los Fondos de titulización hipotecaria que hubieran creado. Del mismo modo, por entender que el artículo 20.1.18.º, n), de la LIVA exime del gravamen a la totalidad de las operaciones de gestión y depósito de los Fondos de titulización, con independencia de la entidad que las realice, considerábamos entonces correcto el parecer de la Dirección General de Tributos en el sentido de considerar exentos, al amparo del citado precepto, los servicios de custodia, depósito o registro contable de las participaciones hipotecarias que prestan las entidades financieras emisoras de las mismas en favor de los Fondos. Sin embargo, el Informe de dicho Centro Directivo de 8 de julio de 1993 no resulta coherente con ese entendimiento de la exención cuando afirma que los servicios de administración de los préstamos hipotecarios, prestados por el emisor de las participaciones a los Fondos y cuya contraprestación es la denominada «comisión de administración (fija)», deben considerarse operaciones sujetas y no exentas del IVA, a pesar de considerar que constituyen realmente servicios relativos a la gestión de las participaciones hipotecarias, cuya administración y custodia corresponde obligatoriamente a las entidades financieras emisoras de los mismos.

Prescindiendo ahora de determinar si esa concreta operación ha de quedar exenta en cuanto prestación de servicios relativa a la gestión de los Fondos (art. 20.1.18.º, n), por referirse a los valores que constituyen su activo, o como operación de administración relativa a préstamos o créditos (hipotecarios) efectuadas por quienes los concedieron (art. 20.1.18.º, d), lo que por cierto parece más coherente con lo dispuesto en el artículo 61.3 del Real Decreto 685/1982, en redacción dada por el Real Decreto 1289/1991, que dispone que las entidades emisoras de las participaciones conservarán la custodia y administración de los créditos hipotecarios participados; prescindiendo de considerar dicha cuestión, decíamos, parece conveniente abordar de manera conjunta el tratamiento de las diversas operaciones de gestión y depósito de los Fondos de titulización hipotecaria, con el fin de garantizar la aplicación de un régimen unitario en el IVA.

A tal efecto, conviene tener presente que, frente a la redacción del artículo 5.10 de la Ley 19/1992, que declaraba exenta en el IVA únicamente «la administración de los Fondos (de titulización hipotecaria) por las Sociedades gestoras», el artículo 20.1.18.º, n), de la Ley 37/1992 amplió el ámbito de dicho beneficio a «la gestión y depósito... de los Fondos... de titulización hipoteca-

ria...constituídos de acuerdo con su legislación específica», sin incluir mención alguna a la naturaleza u objeto de las citadas tareas de depósito y gestión, ni a la entidad que debe desarrollarlas. Ello es coherente con la regulación sustantiva de los Fondos de titulización hipotecaria, que, en paralelo a lo previsto para otras clases de Fondos (24), prevé un sistema de gestión complejo en que existe un reparto de funciones entre las Sociedades gestoras y las entidades financieras que emiten las participaciones hipotecarias en ellos agrupadas, sin que dicha distribución de funciones deba alterar el régimen de exención que se aplica a tales tareas de gestión en el IVA.

En efecto, las Sociedades gestoras a las que corresponde la administración y representación legal de los Fondos y cuyo régimen se define en el artículo 6 de la citada Ley 19/1992, no asumen por sí mismas la realización de todas las operaciones relacionadas con dicha administración, en la que corresponde también un papel no despreciable a las entidades financieras emisoras de las participaciones que constituyen el activo de los Fondos de titulización, por ejemplo respecto de la custodia y depósito o registro de dichos valores, al margen de que los servicios de registro de los bonos de titulización, que se representan exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, pueden ser encomendados a entidades especializadas distintas de las gestoras. Pues bien, todas esas operaciones de gestión y depósito o registro de los Fondos de titulización hipotecaria se benefician, a nuestro entender, de la exención proclamada en el artículo 20.1.18.º, n), de la LIVA, que no puede ser objeto de una interpretación restrictiva que la limite a las prestaciones de servicios realizadas por las Sociedades gestoras, sobre todo si se compara su redacción con la del artículo 5.10 de la Ley 19/1992, que sí restringía la exención a la administración por las Sociedades gestoras. Antes al contrario, la citada exención ha de ser interpretada a la vista del régimen sustantivo previsto para el funcionamiento de los Fondos de titulización hipotecaria, que incluye un sistema de administración compleja con reparto de funciones entre diversas entidades, de modo que la totalidad de los aspectos relacionados con la gestión y depósito de los valores que constituyen su activo (participaciones hipotecarias) y pasivo (bonos de titulización) han de considerarse exentos del IVA, con independencia de cuál sea la entidad a la que se encomienden de acuerdo con dicho régimen sustantivo.

En todo caso, de forma inequívoca, la exención comentada alcanza a las tareas de gestión y depósito desarrolladas por las Sociedades gesto-

ras, que por encontrarse especializadas en la constitución y administración de los Fondos de titulización hipotecaria, al realizar únicamente dichas actividades exentas, que constituyen su objeto exclusivo, no estarán en condiciones de cumplir el denominado requisito finalista al que se subordina la deducibilidad de las cuotas soportadas por los artículos 92.2 y 94.1 de la LIVA. En efecto, como hemos tenido ocasión de ver, las actividades que constituyen el objeto exclusivo de las Sociedades gestoras se benefician de una exención perteneciente a la categoría de las exenciones limitadas, simples o no plenas, esto es, de una exención que lleva aparejada la pérdida del derecho de deducción de las cuotas soportadas por el sujeto pasivo en las adquisiciones de bienes y servicios destinados a la realización de las operaciones exentas, lo que supone que dichas entidades serán tratadas como consumidores finales de dichos bienes y servicios, asumiendo las cuotas de IVA soportadas como un coste más de su actividad (25) que será gasto deducible en la determinación de su base en el Impuesto sobre Sociedades.

Por razones obvias no hemos de detenernos en este momento en el análisis de las indeseables consecuencias resultantes de la pérdida del derecho de deducción, que son sobradamente conocidas y seguramente resultan contrarias al propio sistema del IVA. Se trata, como es sabido, de un resultado derivado directamente de las Directivas comunitarias en la materia, por lo que quizá convenga añadir que esas consecuencias indeseables no son menos criticables por el hecho de obedecer a las previsiones armonizadoras de la normativa comunitaria o, con las duras palabras de Tipke, que las incongruencias derivadas de la regulación que conduce a la pérdida del derecho de deducción no son menos absurdas «por el hecho de que también los burócratas del Impuesto sobre el Valor Añadido en Bruselas hayan excluido la deducción en el caso de exenciones» (26).

#### NOTAS

(1) Porque al referirse la exención a la «administración» de los Fondos, pudiera creerse que se ampliaba su alcance, antes referido por la Ley 30/1985 a su «gestión»; impresión que se desvanecía al tener en cuenta que los actos de administración exentos eran sólo los llevados a cabo por las Sociedades gestoras, con exclusión, por tanto, de las tareas de gestión que pudieran incumbir a los depositarios, lo que podía dar lugar a problemas similares a los que hemos examinado



respecto de los Fondos de Pensiones en ZORNOZA PÉREZ, J., y COLLADO YURRITA, M. A.: «La operativa de los Fondos de Pensiones y el Impuesto sobre el Valor Añadido», en MARTÍNEZ LAFUENTE (dir.): *Estudios sobre Planes y Fondos de Pensiones*, Ed. Ariel, Barcelona, 1989, págs. 410 y sigs.; y que de acuerdo a la opinión de RAMÍREZ MEDINA, E.: «Régimen jurídico-fiscal de los Planes y Fondos de Pensiones», en MARTÍNEZ LAFUENTE (dir.): *Estudios...*, cit., pág. 273, debían resolverse con una interpretación flexible.

(2) Consagrada en el artículo 19 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, y en el artículo 71 del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, que la desarrolló, y que se aplicará en sus propios términos y con los requisitos y condiciones previstos en dichas disposiciones, según establece el artículo 45.I.C). 5.º del Texto Refundido del ITPAJD, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre (TRITPAJD en lo sucesivo). Dicho TRITPAJD recoge también la exención de las operaciones de constitución de los Fondos de titulización hipotecaria por remisión a lo previsto en la Ley 19/1992, en el mismo artículo 45.I.C). 17.º

(3) Resolviendo así las dudas existentes al respecto, que expusimos en relación a los Fondos de Pensiones en ZORNOZA PÉREZ, J., y COLLADO YURRITA, M. A.: «La operativa...», cit., páginas. 411 y siguientes.

(4) Así se han denominado en las primeras emisiones (Hipotecario 1, Fondo de titulización constituido y administrado por Europea de Titulización, S. A.) esos nuevos valores que en la Ley 19/1992 quedaron innominados, pendientes de que el Gobierno, de acuerdo con lo previsto en su Disposición Adicional, estableciera un nombre específico. A pesar de que esa denominación se utiliza también en el Informe de la Dirección General de Tributos de 8 de julio de 1993, emitido en contestación a la consulta formulada por la División de Emisores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV en lo sucesivo), conviene tener presente que tales valores no aparecen configurados en la Ley 19/1992 como posibles obligaciones o bonos emitidos por la entidad gestora, según indica MADRID PARRA, A.: «Reforma del mercado hipotecario tras una década», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 49, 1993, pág. 79; ID.: «La llamada titulización hipotecaria (Ley 19/1992)», en *Derecho de los Negocios*, n.º 29, 1993, pág. 12, por lo que parecería preferible su denominación como «coparticipaciones».

(5) Cfr. la detallada información sobre los Estados Unidos de América que proporciona MADRID PARRA, A.: *El mercado hipotecario (EE.UU.-España)*, Banco Hipotecario, Madrid, 1988, págs. 125 y sigs.; y SHARFMAN, B.: «Comparación de los procedimientos de titulización de los préstamos hipotecarios en distintos países», en *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, n.º 20, 1992, págs. 81 y siguientes.

(6) Así lo indica MADRID PARRA, A.: «La llamada titulización...», cit., págs. 9 y siguientes.

(7) Cfr. MADRID PARRA, A.: *Op. últ. cit.*, pág. 17, que indica que en el caso de estas Sociedades gestoras no se exige la forma de sociedad anónima como ocurre para otras instituciones de inversión colectiva.

(8) Cfr. por todos MARTÍNEZ LAFUENTE, A.: *Manual del Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados*, 2.ª ed., Escuela de Inspección Financiera y Tributaria, Madrid, s.d., págs. 635 y sigs.; y TEJERIZO LÓPEZ, J. M.: «Aspectos tributarios de los préstamos documentados en escritura pública», en MARTÍNEZ LAFUENTE, A. (dir.): *Estudios sobre tributación bancaria*, Ed. Civitas, Madrid, 1985, págs. 739 y siguientes.

(9) Para una exposición crítica de tal exención vid. MENÉNDEZ HERNÁNDEZ, J.: *Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales*, 2.ª ed., Centro de Estudios Hipotecarios, Madrid, 1985, páginas. 490 y siguientes.

(10) Cfr., en relación a los Fondos de Pensiones, VEGA HERRERO, M.: «La exención de los Fondos de Pensiones en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales», en MARTÍNEZ LAFUENTE, A. (dir.): *Estudios...*, cit., págs. 386 y siguientes.

(11) Puestas de relieve respecto de los Fondos de Pensiones por USTARROZ UGALDE, J. R.: «La naturaleza jurídica de los Fondos de Pensiones», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 27, 1987, págs. 581 y sigs., y por BOLAS ALONSO, J.: «Constitución de los Fondos de Pensiones: Especial referencia a la escritura de constitución», en MARTÍNEZ LAFUENTE, A. (dir.): *Estudios...*, cit., págs. 100 y siguientes.

(12) En efecto, las Sociedades gestoras tienen encomendada la administración y representación de los Fondos, esto es, tanto las actuaciones internas de gestión, de carácter jurídico y no jurídico (contabilidad, etc.), como las externas de representación; y asumen al tiempo, «en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos» (art. 6.1 Ley 19/1992); lo que sólo puede ser entendido, de acuerdo con dichos moldes, como equivalente a la existencia de un fideicomiso sobre bienes, en nuestro caso las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo que están en posesión de la Sociedad gestora, que actúa como fiduciario (aunque previamente actuó como fideicomitente al constituir el Fondo) y ostenta su titularidad para hacer uso de ellas en beneficio de los fideicomisarios, que serían los coparticipes o titulares de los bonos de titulización; para dicha construcción, cfr. MADRID PARRA, A.: «La llamada titulización...», cit., pág. 18.

(13) Cfr., respecto de los Fondos de Pensiones, VEGA HERRERO, M.: «La exención de los Fondos...», cit., págs., 391 y 393 y siguientes.

(14) Exigida por el artículo 5.2 de la Ley 19/1992, que detalla su contenido mínimo al establecer que en ella: «1.º Se identificarán las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo y, en su caso, las reglas de sustitución en caso de amortización anticipada de aquéllas. 2.º 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.º Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el Fondo, determinándose, en particular, las operaciones que, conforme a lo establecido en el número 7, vayan a concertarse por su cuenta.»

(15) Cfr. de nuevo MARTÍNEZ LAFUENTE, A.: *Manual...*, cit., páginas. 635 sigs.; y TEJERIZO LÓPEZ, J. M.: «Aspectos tributarios...», cit., págs. 739 y siguientes.

(16) Según señala MADRID PARRA, A.: «La llamada titulización...», cit., pág. 7, que a la vista de que tales valores se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, deduce que la escritura en cuestión, al equivaler y cumplir la función de la prevista en el artículo 6 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores (art. 5.9 de la Ley 19/1992), habrá de cumplir las pautas marcadas por el citado artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores y por los artículos 6 y siguientes del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, incorporando 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 emisión.

(17) Como sucede, de acuerdo con la doctrina establecida por el TEAC desde su Resolución de 21 de noviembre de 1968, en los casos en que una escritura contiene varios actos jurídicos o convenciones perfectamente diferenciados en su alcance y efectos; cfr. MARTÍNEZ LAFUENTE, A.: *Manual...*, cit., páginas 642 y siguientes.

(18) Es más, en cuanto a la constitución del Fondo, aunque la escritura fuera susceptible de inscripción, tampoco quedaría sujeta al gravamen gradual, por encontrarse la operación sujeta, aunque exenta, del gravamen sobre las operaciones societarias, con el que resulta expresamente incompatible de acuerdo con el repetido artículo 31.2 del TRITPAJD.

(19) En este sentido se pronuncia el Informe de la Dirección General de Tributos, de 8 de julio de 1993.

(20) Estas características, derivadas de la definición contenida en el artículo 6.1 de la Sexta Directiva 77/388/CEE, son visibles en el artículo 11.1 de la LIVA, como lo eran en la anterior regulación del tributo, según señalaron, entre otros, ORTIZ GUTIÉRREZ, R.: *El Impuesto sobre el Valor Añadido*, Ed. Pirámide, Madrid, 1982, pág. 65, y RODRIGO RUIZ, M. A.: «Prestaciones de servicios», en CALVO ORTEGA, R. (dir.): *El IVA en España*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1987, págs. 217 y siguientes.

(21) Porque, como explicaba HUTCHINGS, G.: *Les opérations financières et bancaires et la taxe sur la valeur ajoutée*, Commission des Communautés Européennes, Bruxelles, 1973, págs. 7-8, las dificultades para encontrar una definición general suficientemente sencilla y precisa de las operaciones financieras han conducido a que las Directivas adopten una técnica casuística que inevitablemente genera dudas e inseguridades a la hora de decidir sobre la exención,

o no, de las operaciones relacionadas con nuevos productos financieros.

(22) Aunque los términos varían según los autores, parece generalizarse la distinción entre exenciones plenas y limitadas que emplean, entre otros, ORTIZ GUTIÉRREZ, R.: *El Impuesto...*, cit., pág. 71; VIDART ARAGÓN, J., y ALONSO FERNÁNDEZ, F.: «Análisis sistemático de las exenciones limitadas en el Impuesto sobre el Valor Añadido», en AAVV: *El IVA en el sistema tributario español*, vol. I, Escuela de la Hacienda Pública, Madrid, 1986, págs. 521 y sigs., y ZURDO RUIZ-AYUCAR, J.: *Tratado sobre el IVA (Comentarios a la Ley 37/1992 y al RD 1624/1992)*, Centro de Estudios Financieros, Madrid, 1993, página 250.

(23) Vid. al respecto el trabajo que publica en este mismo número RAMÍREZ MEDINA, E.: «Problemática de la titulización de activos en la imposición directa».

(24) En concreto respecto de los Fondos de Pensiones, en relación a cuyo régimen en el IVA mantuvimos una interpretación semejante a la que ahora proponemos en ZORNOZA PÉREZ, J., y COLLADO YURRITA, M. A.: «La operativa...», cit., páginas. 411 y siguientes.

(25) Como sucede en el caso de la gestión de los Fondos de Pensiones, al que nos referimos en ZORNOZA PÉREZ, J., y COLLADO YURRITA, M. A.: «La operativa...», cit., págs. 411.

(26) La cita de Tipke es de su libro *Steuergerechtigkeit im Theorie und Praxis*, O. Schmidt, Köln, 1981, págs. 103-104; para un análisis más detallado, con la bibliografía básica, vid. ZORNOZA PÉREZ, J.: «Disposición Adicional Tercera», en BERKOVITZ, R. (dir.): *Comentarios a la Ley de Propiedad Intelectual*, Ed. Tecnos, Madrid, 1989, págs. 1922 y siguientes.

## APENDICE LEGISLATIVO

Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria (*BOE*, 14 de julio)

Ley 2/1981, de 25 de marzo, sobre regulación del Mercado Hipotecario (*BOE*, 15 de abril)

Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario (*BOE*, 7 de abril)

Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (*BOE*, 27 de diciembre)

Real Decreto 1.393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (*BOE*, 16 de noviembre)

Orden de 24 de septiembre de 1993, sobre Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria (*BOE*, 5 de octubre)

Respuesta de la Dirección General de Tributos a la consulta sobre retención de intereses de cuentas bancarias percibidos por el Fondo de Titulización Hipotecaria (30 de marzo de 1993)

Informe de la Dirección General de Tributos sobre tributación de los Fondos de Titulización Hipotecaria (8 de julio de 1993)



**LEY 19/1992, DE 7 DE JULIO, SOBRE REGIMEN DE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSION INMOBILIARIA Y SOBRE FONDOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA (BOE, 14 de julio)**

EXPOSICION DE MOTIVOS

La implantación efectiva de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter inmobiliario, pieza de la política gubernamental de vivienda, exige, dado su carácter novedoso, la modificación de determinados preceptos de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, para dotar de cobertura legal al régimen fiscal y financiero de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

En cuanto al régimen fiscal, éste se caracteriza, fundamentalmente, por la fijación de unos tipos reducidos en el Impuesto sobre Sociedades para los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria que inviertan exclusivamente en viviendas y otros bienes inmuebles para su arrendamiento posterior.

En el plano financiero, por un lado, se precisan las especialidades necesarias para dotar de un régimen jurídico adecuado a las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria; de otro, se particularizan las especialidades del régimen sancionador para las mencionadas instituciones.

La presente Ley regula, igualmente, por primera vez en España, los llamados «Fondos de Titulización Hipotecaria». Estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de Entidades de crédito. Ello permitirá a éstas una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.

.....  
Artículo quinto. *Fondos de Titulización Hipotecaria*

1. Para la emisión de los valores a que se refiere este artículo deberán constituirse agrupaciones de participaciones hipotecarias denominadas «Fondos de Titulización Hipotecaria».

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.

2. La Administración y representación legal de los Fondos corresponderá a las Sociedades Gestoras que los hubiera creado. La constitución de cada Fondo se formalizará en escritura pública. En esta escritura:

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

2.º 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.º Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el Fondo, determinándose, en particular, las operaciones que, conforme a lo establecido en el número 7, vayan a concertarse por su cuenta.

3. Otorgada la escritura de constitución del Fondo, no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan.

La constitución de Fondos 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. 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.

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 pendientes 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.

4. 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.

5. Reglamentariamente podrá fijarse el importe mínimo que deberán tener los Fondos en el momento de su constitución.

6. 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 y 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.

7. Con sujeción a lo dispuesto en el número precedente y a lo previsto en la escritura de constitución del Fondo podrán las Sociedades Gestoras, con la finalidad de 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, contratar por cuenta del Fondo permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado y otras operaciones financieras cuya finalidad sea la señalada. También podrán, con la finalidad de cubrir los desfases temporales entre el calendario de los flujos de principal e intereses de las participaciones hipotecarias y el de los valores emitidos, adquirir transitoriamente activos financieros de calidad igual o superior a los valores de mejor calificación crediticia emitidos con cargo al propio Fondo.

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.

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.

9. Los valores emitidos con cargo a los Fondos se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, surtiendo la escritura pública señalada en el número 2 precedente los efectos de la prevista en el artículo 6 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

Las Sociedades Gestoras de los Fondos deberán obligatoriamente solicitar la admisión a negociación de los valores emitidos en un mercado oficial y organizado establecido en España, con las excepciones que reglamentariamente puedan establecerse.

10. Los Fondos de Titulización Hipotecaria estarán sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general. Su constitución estará exenta del concepto «operaciones societarias» del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Las contraprestaciones satisfechas a los titulares de los valores que se emitan con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria tendrán, en todo caso, la consideración de rendimientos del capital mobiliario, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1.º de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros.

La administración de los Fondos por las sociedades gestoras quedará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

11. Reglamentariamente podrán establecerse limitaciones especiales a la adquisición por Instituciones de Inversión Colectiva de valores emitidos con cargo a Fondos de Titulización Hipotecaria administrados por Sociedades pertenecientes al mismo grupo que las sociedades gestoras de dichas Instituciones.

#### Artículo sexto. *Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria*

1. 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.

Las Sociedades Gestoras podrán tener a su cargo la administración y representación legal de uno o más Fondos. 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.

2. La creación de Sociedades Gestoras requerirá autorización del Ministro de Economía y Hacienda, que se otorgará previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una vez autorizada deberán inscribirse en el Registro especial abierto al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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.

3. Las Sociedades Gestoras y los Fondos de Titulización Hipotecaria que administren quedarán sujetos al régimen de supervisión, inspección y, en su caso, sanción por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Será aplicable a ambos, en lo que proceda, lo dispuesto en el capítulo V del título I de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Además de lo allí dispuesto tendrán la consideración de infracciones muy graves las siguientes:

- a) La inversión de los recursos del Fondo en activos, o la contratación de operaciones, que no estén autorizadas 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.
- b) La negativa o resistencia a la actividad inspectora.
- c) La falta de comunicación de las informaciones que les sean requeridas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando dicha falta no tenga la consideración de infracción grave o leve.

#### DISPOSICION ADICIONAL

Se autoriza al Gobierno a desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en la presente Ley.

En particular, podrá el Gobierno establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria, y reservarlo en exclusiva para tales valores.

DISPOSICION PRELIMINAR

*Artículo primero*

Las Entidades financieras a las que esta Ley se refiere podrán conceder préstamos hipotecarios y emitir los títulos necesarios para su financiación, de acuerdo con los requisitos y finalidades que la misma establece, sin perjuicio de que estas Entidades u otras puedan emitir y transmitir obligaciones, con garantía o sin ella, de conformidad con la legislación vigente.

SECCION I

**Entidades financieras**

*Artículo segundo*

Uno. Las Entidades financieras que a continuación se detallan podrán otorgar préstamos y emitir los títulos que se regulan por la presente Ley, en las condiciones que reglamentariamente se determinen, sin perjuicio de las normas especiales del Banco Hipotecario de España:

a) El Banco Hipotecario de España y, cuando así lo permitan sus respectivos Estatutos, las Entidades oficiales de crédito.

b) Los Bancos privados, comerciales o industriales y de negocios, incluido el Banco Exterior de España.

c) Las Cajas de Ahorro.

d) La Caja Postal de Ahorros.

e) Las Entidades de Financiación reguladas por el Real Decreto ochocientos noventa y seis/mil novecientos setenta y siete, de veintiocho de marzo.

f) Las Entidades cooperativas de crédito.

g) Las Sociedades de crédito hipotecario a que se refiere el artículo tercero siguiente.

Dos. Las emisiones de títulos de renta fija con garantía hipotecaria que realicen los promotores, constructores y Sociedades de arrendamiento financiero inmobiliario que reúnan los requisitos que se determinen, gozarán del régimen fiscal y financiero que en esta Ley se contempla para los bonos hipotecarios y estarán sometidas al control que en la misma se establece.

*Artículo tercero*

Uno. Las Sociedades de crédito hipotecario revestirán la forma de Sociedades Anónimas y tendrán por

objeto único la realización de las operaciones activas y pasivas reguladas en esta Ley.

Dos. Las Sociedades de crédito hipotecario podrán abrir cuenta de depósito a largo plazo y de ahorro vinculado. En este caso, el importe del crédito que estas Sociedades otorguen guardará relación con el tiempo transcurrido desde la constitución del ahorro vinculado.

Tres. La autorización para su establecimiento será reglada.

SECCION II

**Operaciones activas**

*Artículo cuarto*

La finalidad de las operaciones de préstamo a que se refiere esta Ley será la de financiar, con garantía de hipoteca inmobiliaria, 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.

*Artículo quinto*

Los préstamos a que se refiere esta Ley habrán de estar garantizados, en todo caso, por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca. Si sobre el mismo inmueble gravasen otras hipotecas o estuviere afecto a prohibiciones de disponer, condición resolutoria o cualquier otra limitación del dominio, habrá de procederse a la cancelación de unas y otras o a su posposición a la hipoteca que se constituye previamente a la emisión de los títulos.

El préstamo garantizado con esta hipoteca no podrá exceder del setenta por ciento del valor de tasación del bien hipotecado. Cuando se financie la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, el préstamo podrá alcanzar el ochenta por ciento del valor de tasación, sin perjuicio de las excepciones que prevé esta Ley.

Si por razones de mercado o por cualquier otra circunstancia que haga desmerecer el precio del bien hipotecado el valor del mismo desciende por debajo de la tasación inicial en más de un veinte por ciento, la institución financiera podrá exigir la ampliación de la hipoteca a otros bienes, a menos que el deudor opte por la devolución de la totalidad del préstamo o de la parte de éste que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente la cuantía del mismo.

Reglamentariamente se determinarán:

Uno. Los bienes que no podrán ser admitidos en garantía, debido a que por su naturaleza no representen un valor suficientemente estable y duradero. En ningún caso podrán ser excluidos como bienes hipotecables las viviendas de carácter social que gocen de protección pública.

(\*) Modificada por: Ley 24/1988, de 28 de julio; Ley 26/1988, de 29 de julio, y Ley 7/1992, de 7 de julio.

Dos. Los supuestos en que pueda excederse la relación del setenta por ciento entre el crédito garantizado y el valor del bien hipotecado, con el límite máximo del ochenta por ciento, así como aquéllos en que la Administración, en función de las características de los bienes hipotecados, pueda establecer porcentajes inferiores al setenta por ciento. En todo caso, se aplicará el límite máximo del ochenta por ciento a las viviendas sociales de protección pública.

Tres. Las condiciones de la emisión de los títulos que se emitan con garantía de hipoteca sobre las obras en construcción.

#### *Artículo sexto*

Las Entidades financieras a que se refiere el artículo segundo, uno, podrán conceder avales para garantizar la devolución de préstamos ajenos cuando el prestatario constituya en contragarantía a favor de la Entidad avalista, una hipoteca inmobiliaria que reúna todos los requisitos exigidos en esta Ley. Los fondos así obtenidos por el prestatario avalado deberán ser destinados a los fines previstos en el artículo cuarto.

El importe de estos avales no se tomará en cuenta en la Entidad avalista, a los efectos de calcular el límite máximo de emisión de los títulos a que se refieren los artículos dieciséis y diecisiete siguientes, aun cuando, en todo caso, tendrán la consideración de capitales en riesgo.

#### *Artículo séptimo*

Uno. Para que un crédito hipotecario pueda ser movilizado mediante la emisión de los títulos regulados en esta Ley, los bienes hipotecados deberán haber sido tasados por los servicios de tasación de las Entidades a que se refiere el artículo segundo, o bien por otros servicios de tasación que cumplan los requisitos que reglamentariamente se establecerán.

Dos. El Ministerio de Economía y Comercio, previo informe del Instituto de Crédito Oficial, regulará:

a) Las normas generales sobre la tasación de los bienes hipotecables, a que habrán de atenderse tanto los servicios de las Entidades prestamistas como las Entidades especializadas que para este objeto puedan crearse.

b) La forma en que deba constar la tasación efectuada.

c) El régimen de inspección del cumplimiento de tales normas.

#### *Artículo octavo*

Los bienes hipotecados habrán de estar asegurados contra daños por el valor de tasación, en las condiciones que reglamentariamente se determinen.

#### *Artículo noveno*

Reglamentariamente se establecerá el porcentaje mínimo que deben representar los recursos propios de las Entidades financieras a que se refiere el artículo

segundo respecto de los capitales en riesgo por razón de préstamos y avales con garantías hipotecarias.

#### *Artículo décimo*

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 gravamen y quedando en todo caso a salvo el tercero que no hubiera sido cómplice de aquél.

### SECCION III

#### **Operaciones pasivas**

#### *Artículo undécimo*

Las Entidades a que se refiere el artículo segundo que dispongan de créditos hipotecarios con los requisitos establecidos en la sección anterior podrán emitir cédulas y bonos hipotecarios que podrán ser nominativos, a la orden o al portador, con amortización, periódica o no periódica, a corto o largo plazo con interés constante o variable, con o sin prima, en serie o singularmente, con arreglo a lo que disponen los artículos siguientes. La realización de estas emisiones se ajustará a las normas administrativas sobre emisiones de títulos valores de renta fija.

#### *Artículo duodécimo*

Las cédulas hipotecarias podrán ser emitidas por las Entidades a que se refieren los apartados a), c) y g) del artículo segundo.

El capital y los intereses de las cédulas estarán especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre todas las que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de la Entidad emisora, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la misma.

Las emisiones de cédulas hipotecarias no estarán comprendidas en el número diez del artículo veintiuno del Código de Comercio ni les será de aplicación el capítulo VII de la Ley sobre Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas de diecisiete de julio de mil novecientos cincuenta y uno.

#### *Artículo decimotercero.*

Los bonos hipotecarios podrán ser emitidos por todas las Entidades a que se refiere el artículo segundo.

El capital y los intereses de los bonos estarán especialmente garantizados por los créditos hipotecarios que se afecten en la escritura de emisión, lo que se hará constar en el Registro de la Propiedad por nota al margen de las respectivas inscripciones de las hipotecas afectadas.



Será necesaria la constitución de un Sindicato de tenedores de bonos, cuando éstos se emitan en serie, y la designación por la Entidad emisora de un Comisario que concorra al otorgamiento de la escritura de emisión en nombre de los futuros tenedores de bonos. Dicha persona, cuyo nombramiento deberá ser ratificado por la Asamblea de tenedores de bonos, será Presidente del Sindicato y, además de las facultades que le hayan sido conferidas en la escritura de emisión o las que le atribuya la citada Asamblea, tendrá la representación legal del Sindicato, podrá comprobar que por la Entidad se mantiene el porcentaje a que se refiere el artículo diecisiete, uno, y ejercitar las acciones que correspondan a aquél.

Sin perjuicio de lo establecido en el párrafo tercero del artículo duodécimo de la Ley, el Presidente, así como el Sindicato en todo lo relativo a su composición, facultades y competencias se regirán por las disposiciones del capítulo VII de la Ley de Sociedades Anónimas, en cuanto que no se opongan a las contenidas en la presente Ley.

#### *Artículo decimocuarto.*

Las cédulas y bonos hipotecarios incorporan el derecho de crédito de su tenedor frente a la Entidad emisora, garantizado en la forma que disponen los artículos duodécimo y decimotercero, y llevarán aparejada ejecución para reclamar del emisor el pago, después de su vencimiento. Los tenedores de los referidos títulos tendrán el carácter de acreedores singularmente privilegiados, con la preferencia que señala el número tercero del artículo mil novecientos veintitrés del Código Civil frente a cualesquiera otros acreedores, con relación a la totalidad de los créditos hipotecarios inscritos a favor del emisor, cuando se trate de cédulas y con relación a los créditos hipotecarios afectados cuando se trate de bonos. Los tenedores de los bonos de una emisión tendrán prelación sobre los tenedores de las cédulas cuando concurren sobre un crédito afectado a dicha emisión.

#### *Artículo decimoquinto*

Las Entidades a que se refiere el artículo segundo 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.

No serán susceptibles de participación los créditos hipotecarios que sirvan de garantía a la emisión de bonos hipotecarios.

Dicha participación podrá realizarse al comienzo o a lo largo de la vida del préstamo concedido. Pero 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.

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 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.

La parte de créditos cedida en participaciones hipotecarias no se computará dentro de la cifra de capitales en riesgo.

«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» (1).

#### *Artículo decimosexto*

Las Entidades no podrán emitir cédulas hipotecarias por importe superior al noventa por ciento de los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios de su cartera, deducidos el importe de los afectados a bonos y participaciones hipotecarias.

#### *Artículo decimoséptimo*

Uno. Las Entidades no podrán emitir bonos hipotecarios por importe superior al noventa por ciento de los capitales no amortizados de los créditos afectados.

Dos. El vencimiento medio de los bonos hipotecarios no podrá ser superior al de los créditos afectados.

#### *Artículo decimoctavo*

Uno. El emisor estará obligado a mantener en todo momento los porcentajes a que se refieren los dos artículos anteriores.

Dos. Si por razón de la amortización de los préstamos, el importe de las cédulas y bonos emitidos excediera, respectivamente, de los límites señalados, las Entidades podrán optar por adquirir sus propios bonos, cédulas o participaciones hipotecarias hasta restablecer la proporción o, en el caso de que se produzca la cancelación de hipotecas afectadas a una emisión de bonos, sustituirlas por otras que reúnan las condiciones exigidas, afectándose éstas registralmente mediante nota marginal que se practicará a la vista de la escritura

(1) Añadido por Ley 7/1992, de 7 de julio.

pública otorgada por el emisor y de la aceptación del Sindicato de Tenedores de dichos bonos.

Tres. Cancelada la hipoteca por haber satisfecho el préstamo el deudor hipotecario o por cualquier otra causa legal quedará extinguida la nota de afección a que se refiere el artículo decimotercero y se procederá de oficio a su cancelación.

#### SECCION IV

##### Régimen fiscal, financiero y de control administrativo

###### *Artículo decimonoveno*

Uno. Las adquisiciones de títulos hipotecarios a que se refiere el artículo undécimo anterior, realizadas durante el período administrativo necesario para conseguir respecto de los mismos las condiciones de cotización calificada, se considerarán inversiones, a los efectos de las deducciones previstas en el apartado cuatro, f), segundo, del artículo veintinueve de la Ley cuarenta y cuatro/mil novecientos setenta y ocho, de ocho de septiembre.

Asimismo, su suscripción durante el indicado plazo tendrá el carácter de inversión a los efectos previstos en el artículo veintiséis, uno, párrafo primero, de la Ley sesenta y uno/mil novecientos setenta y ocho, de veintisiete de diciembre.

Para las adquisiciones o suscripciones de los anteriores títulos, según proceda, realizadas con posterioridad a dicho plazo, se aplicarán los citados artículos veintinueve y veintiséis en sus propios términos.

Dos. La emisión, transmisión y cancelación de los títulos hipotecarios, regulados en esta Ley, así como su reembolso, gozarán de la exención establecida en la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

###### *Artículo vigésimo*

Los títulos hipotecarios regulados en esta Ley serán admitidos como inversiones de las reservas obligatorias de las Sociedades y Empresas mercantiles, equiparándose a estos efectos a los valores cotizados en Bolsa.

En particular, serán admitidas para los siguientes fines:

- a) Inversiones de las reservas técnicas de las Entidades de Seguros y de Capitalización y de Ahorro.
- b) Inversión de los recursos de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria.
- c) Inversión en fondos de reserva de las Entidades de la Seguridad Social.

###### *Artículo vigésimo primero*

Sin perjuicio de las atribuciones del Banco de España y de las competencias de otros órganos de la Admi-

nistración en sus respectivas materias, corresponderá al Ministerio de Economía y Comercio el control e inspección de la aplicación de las normas de esta Ley, especialmente en lo que se refiere a la constitución y funcionamiento de las Sociedades de crédito hipotecario y condiciones de la garantía de los créditos, el cumplimiento de las normas de tasación, los requisitos exigibles para las emisiones de cédulas, bonos y participaciones, y las proporciones establecidas entre las partidas de activo y pasivo, así como los aspectos referentes al funcionamiento del mercado secundario (1).

#### SECCION V

##### Mercado secundario

###### *Artículo vigésimo segundo*

Los títulos hipotecarios serán transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público ni notificación al deudor. Cuando sean nominativos podrán transmitirse por declaración escrita en el mismo título. En caso de que los títulos sean al portador, se presumirá que el propietario de los mismos es el último receptor de intereses (2).

###### *Artículo vigésimo tercero (3)*

###### *Artículo vigésimo cuarto*

Uno. El emisor tendrá la facultad de negociar sus propios títulos hipotecarios, comprarlos, venderlos y pignorarlos, dentro de los límites que reglamentariamente se establezcan.

Dos. Las comisiones aplicadas a estas operaciones y servicios serán las establecidas en las normas sobre tarifas bancarias.

Tres. No se podrán conceder préstamos hipotecarios a las personas titulares del capital de la Entidad o a sus directivos, en los términos que reglamentariamente se determinen.

###### *Artículo vigésimo quinto.*

Uno. Todas las Entidades que emitan títulos hipotecarios al amparo de esta Ley podrán participar en fondos de regulación del mercado de títulos hipotecarios, mediante la suscripción de participaciones de éstos, por un importe igual al tanto por ciento de cada emisión que realicen.

Dos. Estos fondos tendrán como finalidad regular el mercado secundario de títulos hipotecarios mediante la compra y venta de los mismos, con el fin de asegurar un grado suficiente de liquidez.

(1) El resto del artículo ha sido derogado por la Ley 26/1988, de 29 de julio.

(2) Véase Ley 14/1985, de 29 de mayo, norma adicional 4.<sup>a</sup>

(3) Derogado, Ley 24/1988, de 28 de julio.

Tres. Reglamentariamente se establecerán las funciones que deban realizar estos fondos, las inversiones en que puedan emplear sus recursos y los criterios para el desempeño de su función de regulación del mercado, teniendo en cuenta los tipos de interés de éste y las directrices de política económica.

Cuatro. El Banco Hipotecario de España promoverá la constitución de una Sociedad gestora con un fondo de regulación de carácter público, cuya finalidad prioritaria será la de fomentar la financiación de la construcción y adquisición de viviendas. Por vía reglamentaria se determinará la forma en que deba regirse dicho fondo, atendiendo a las directrices de política monetaria.

Cinco. Este fondo gozará de los mismos beneficios fiscales de que disfruten los Fondos de Inversión Mobiliaria, sin que, en ningún caso, los beneficios que pueda obtener se imputen a sus partícipes mientras no se distribuyan los mismos.

Seis. Y para la financiación de sus necesidades, el fondo contará con los porcentajes de participación sobre las emisiones que intervienen en el mercado y con la posibilidad de acceso a la refinanciación en el Banco de España en las condiciones que se desarrollarán reglamentariamente.

#### DISPOSICION ADICIONAL PRIMERA

En todo lo no previsto en esta Ley y en cuanto a los requisitos para la constitución, modificación y extinción de las hipotecas, se aplicarán en todo caso el Código Civil y la legislación hipotecaria.

#### DISPOSICION ADICIONAL SEGUNDA

En el plazo de seis meses el Gobierno, a propuesta de los Ministerios de Justicia y Economía y Comercio, en sus respectivas esferas, dictará normas complementarias para el adecuado funcionamiento del mercado hipotecario y en particular las de ejecución de las cédulas y bonos, las de cancelación registral sobre la base de los principios que informan esta Ley, así como las de revisión y fijación del límite a los aranceles de Notarios, Registradores y Agentes mediadores para las operaciones reguladas por la misma.

#### DISPOSICION ADICIONAL TERCERA

El Gobierno regulará por Decreto la figura del Seguro de Crédito con la finalidad de garantizar y dar seguridad a las operaciones sobre préstamos hipotecarios.

**REAL DECRETO 685/1982, DE 17 DE MARZO, POR EL QUE SE DESARROLLAN DETERMINADOS ASPECTOS DE LA LEY 2/1981, DE 25 DE MARZO, DE REGULACION DEL MERCADO HIPOTECARIO (BOE de 7 de abril) (\*)**

La Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, de veinticinco de marzo, de regulación del mercado hipotecario, establece una estructura completa para la financiación de determinadas actividades a través de la emisión por las Entidades financieras de títulos hipotecarios que tendrán la garantía de créditos hipotecarios.

La promulgación de la Ley ha venido a introducir importantes novedades en el sistema financiero español, tanto desde el punto de vista institucional como instrumental, por lo que se plantea como necesidad fundamental para su aplicación el desarrollo reglamentario de sus partes esenciales.

Precisamente para alcanzar los objetivos que se proponen en la disposición adicional segunda de la Ley se establece que el Gobierno, a propuesta de los Ministerios de Justicia y Economía y Comercio, en sus respectivas esferas, dictarán normas complementarias para el adecuado funcionamiento del mercado hipotecario y es, por tanto, en cumplimiento de este mandato por lo que se ha elaborado el presente Real Decreto.

Esquemáticamente su contenido, desde el punto de vista financiero, trata de regular:

- A) Las condiciones de los intermediarios financieros para el acceso al mercado hipotecario.
- B) Las condiciones y requisitos de las operaciones activas y pasivas.
- C) El procedimiento de tasación de los bienes hipotecarios.
- D) Las características de funcionamiento del mercado secundario.
- E) El Régimen Fiscal Financiero y de control del mercado.

En su virtud, de conformidad con el dictamen emitido por el Consejo de Estado, a propuesta de los Ministros de Justicia y de Economía y Comercio, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día diecisiete de marzo de mil novecientos ochenta y dos.

DISPONGO:

**Disposición preliminar**

Artículo primero. *El mercado hipotecario.* El mercado hipotecario, regulado por la Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, de veinticinco de marzo, tiene por objeto la negociación de los títulos emitidos por las Entidades a que se refiere el artículo siguiente, con la cobertura de los créditos hipotecarios concedidos por las mismas,

(\*) Corrección de errores BOE núm. 251, 19-X-1991. Derogado parcialmente por la Ley 26/1988, de 29 de julio; el Real Decreto 771/1989, de 23 de junio, y el Real Decreto 1.044/1989, de 28 de agosto, con las modificaciones introducidas por el Real Decreto 1.289/1991, de 2 de agosto.

siempre que unos y otras reúnan las condiciones establecidas en este Real Decreto.

**CAPITULO PRIMERO**

**Los emisores**

**SECCION PRIMERA. EN GENERAL**

Artículo segundo. *Enumeración.* Uno (1). Las Entidades financieras que pueden participar en el mercado hipotecario son:

- a) El Banco Hipotecario de España y las restantes Entidades de crédito de capital público estatal.
- b) Los Bancos privados.
- c) Las Cajas de Ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- d) La Caja Postal de Ahorros.
- e) Las Entidades de financiación reguladas por el Real Decreto 896/1977, de 28 de marzo.
- f) Las Entidades cooperativas de crédito.
- g) Las Sociedades de crédito hipotecario que cumplan los requisitos exigidos por este Real Decreto.

Dos. Los promotores, constructores y Sociedades de arrendamiento financiero inmobiliario que cumplan las condiciones exigidas por el artículo noveno, podrán realizar emisiones de títulos de renta fija con garantía hipotecaria, que gozarán de los beneficios fiscales y financieros de los bonos hipotecarios. Dichas emisiones quedarán sujetas a las normas de control establecidas en el capítulo cuarto de este Reglamento, rigiéndose en todo lo demás por la legislación ordinaria.

Tres. Todas las Entidades citadas podrán, al margen del mercado hipotecario, constituir hipotecas o emitir obligaciones con arreglo a la legislación vigente.

Artículo tercero. *Banca oficial.* El Banco Hipotecario de España y las restantes Entidades oficiales de crédito podrán participar en el mercado hipotecario siempre y cuando sus respectivos estatutos permitan realizar las funciones que en el mismo se contemplan.

Artículo cuarto. *Banca privada.* Los Bancos privados, comerciales o industriales y de negocios, así como el Banco Exterior de España, podrán participar en el mercado hipotecario siempre que reúnan las condiciones siguientes:

- a) Tener autorización definitiva de funcionamiento.
- b) Contar con recursos propios no inferiores a la cifra de capital mínimo exigida para la autorización de Entidades bancarias.

Artículo quinto. *Cajas de Ahorro.* Las Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros podrán participar en el mercado hipotecario siempre que cumplan las siguientes condiciones.

(1) Nueva redacción, RD 1.289/91.

- a) Tener autorización definitiva de funcionamiento.
- b) Contar con recursos propios no inferiores al fondo de dotación mínimo exigido para operar en Municipios de quinientos mil a dos millones de habitantes.

Artículo sexto. *Entidades de financiación.* Las Entidades de financiación reguladas por el Real Decreto ochocientos noventa y seis/mil novecientos setenta y siete, de veintiocho de marzo, podrán participar en el mercado hipotecario siempre que reúnan las condiciones siguientes:

- a) Tener cinco años, al menos, de funcionamiento autorizado.
- b) Contar con recursos propios no inferiores a doscientos cincuenta millones de pesetas.

Artículo séptimo. *Cooperativas de crédito.* Las Entidades cooperativas de crédito podrán participar en el mercado hipotecario, siempre que tengan concedido el título de Cooperativa de crédito calificada, con recursos propios no inferiores a doscientos cincuenta millones de pesetas.

Artículo octavo. *Las Sociedades de crédito hipotecario.* Las Sociedades de crédito hipotecario podrán participar en el mercado hipotecario, siempre que cumplan los requisitos exigidos por este Real Decreto y normas que lo desarrollen.

Artículo noveno. *Promotores y constructores y Sociedades de arrendamiento financiero.* Uno. Las emisiones de títulos de renta fija con garantía hipotecaria que realicen los promotores y constructores, gozarán del régimen fiscal y financiero que contempla la Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, de veinticinco de marzo, si cumplen las siguientes condiciones:

- a) El tiempo de ejercicio de la actividad no será inferior a cinco años.
- b) Los títulos de renta fija estarán garantizados por hipoteca sobre bienes inmuebles propiedad de los promotores y constructores que los emitan.
- c) Los bienes que garanticen la emisión habrán sido tasados de acuerdo con las normas generales que se exigen en el mercado hipotecario.

Dos. En el caso de Sociedades de arrendamiento financiero las condiciones serán las siguientes:

- a) El tiempo de ejercicio de la actividad no será inferior a cinco años.
- b) Los títulos de renta fija estarán garantizados por hipotecas sobre bienes inmuebles que sean propiedad de la Sociedad de arrendamiento financiero.
- c) Los bienes que garanticen la emisión habrán sido tasados de acuerdo con las normas generales que se exigen en el mercado hipotecario.

Artículo décimo. *Intermediarios.* El Ministerio de Economía y Comercio podrá autorizar la realización de emisiones conjuntas de títulos con responsabilidad solidaria, tanto para los intermediarios financieros que participen en el mercado hipotecario, como para aquellos que individualmente no alcancen los recursos propios mínimos exigidos, siempre que el conjunto de los intermediarios emisores alcance un grado de solvencia y especialización suficiente.

## SECCION SEGUNDA. LAS SOCIEDADES DE CREDITO HIPOTECARIO

Artículo once. *Objeto.* Las Sociedades de crédito hipotecario revestirán la forma de Sociedad Anónima y tendrán por objeto único la realización de las siguientes operaciones:

- a) La concesión de créditos y avales hipotecarios para la financiación 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.
- b) La emisión de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- c) La contratación de depósitos a largo plazo y de ahorro vinculado.
- d) Las operaciones accesorias o complementarias de las anteriores, siempre que sean estrictamente necesarias para conseguir su objeto social.

Artículo doce. *Capital Social* (1).

Artículo trece. *Otros requisitos* (1).

Artículo catorce (1).

Artículo quince. *Exclusividad.* Uno. Ninguna Entidad o Empresa podrá realizar con carácter de habitualidad las operaciones mencionadas en el artículo once sin cumplir los requisitos previstos en este Real Decreto.

Dos. Asimismo, ninguna Entidad o Empresa podrá usar la denominación de «Sociedad de Crédito Hipotecario», sin figurar inscrita en el Registro Especial a que se refiere el artículo anterior.

Tres (1).

Artículo dieciséis. *Expansión* (2).

Artículo diecisiete. *Operaciones* (3). Las operaciones que realicen en el mercado las Sociedades de Crédito Hipotecario, deberán reunir las siguientes características.

a) Los préstamos hipotecarios que concedan cumplirán las condiciones de finalidad, garantía, límites y tasación que se establecen en el presente Real Decreto como necesarias para acceder al mercado hipotecario.

Podrán, asimismo, las Sociedades de Crédito Hipotecario hacer depósitos en otras instituciones financieras y realizar las operaciones financieras de activo que sean necesarias para la ejecución de su objetivo principal.

b) Los bonos, cédulas y participaciones hipotecarias cumplirán las condiciones de emisión, transmisión y garantía que se establecen en el presente Real Decreto como necesarias para acceder al mercado hipotecario.

c) Las operaciones de captación de recursos ajenos a través de la contratación de depósitos no podrán realizarse a plazo inferior a dieciocho meses.

(1) Derogado, RD 771/89.

(2) Derogado, RD 1.044/89.

(3) Modificado, RD 771/89.

Las Sociedades de Crédito Hipotecario no podrán emitir otros títulos de renta fija que los hipotecarios que contemplan la legislación del mercado hipotecario.

Las Sociedades de Crédito Hipotecario podrán obtener créditos y préstamos de otras Entidades financieras.

Podrán también emitir certificados de depósitos, a plazo no inferior a dieciocho meses, que reúnan las demás condiciones establecidas para las Entidades de Depósito (1).

d) Las operaciones de captación de ahorro a través de la realización de contratos de ahorro-vivienda, se regirán por lo dispuesto en la normativa financiera sobre cuentas de ahorro-vivienda.

e) (2).

f) (2).

Artículo dieciocho (2).

Artículo diecinueve (2).

Artículo veinte (2).

Artículo veintiuno (2).

Artículo veintidós (2).

Artículo veintitrés (2).

## CAPITULO II

### Operaciones activas o de cobertura

#### SECCION PRIMERA. PRESTAMOS HIPOTECARIOS

Artículo veinticuatro. *Finalidad.* Los préstamos hipotecarios que sirvan de cobertura a las emisiones de bonos y cédulas hipotecarias, deberán tener como finalidad la financiación 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.

Artículo veinticinco. *La hipoteca.* Uno. Los préstamos a que se refiere el artículo anterior habrán de estar garantizados, en todo caso, con primera hipoteca sobre el pleno dominio.

Dos. La inscripción de la finca hipotecada habrá de estar vigente y sin contradicción alguna y no sujeta a limitaciones por razón de inmatriculación o por tratarse de inscripciones practicadas al amparo del artículo doscientos noventa y ocho del Reglamento Hipotecario.

Tres. Las Entidades emisoras no podrán posponer las hipotecas existentes a su favor en garantía de créditos afectados al pago de bonos, o que hayan sido objeto de alguna participación hipotecaria sin el consentimiento del Sindicato de Tenedores de Bonos, o de todos los partícipes del crédito, respectivamente.

Cuatro. Tampoco podrán, sin el expresado consentimiento:

a) Cancelar voluntariamente dichas hipotecas, por causa distinta del pago del crédito garantizado.

b) Renunciar o transigir sobre ellas.

c) Novar el crédito garantizado, condonarlo en todo o en parte o prorrogarlo.

d) En general, realizar cualquier acto que disminuya el rango, la eficacia jurídica o el valor económico de la hipoteca o del crédito.

Cinco. Las hipotecas inscritas a favor de las Entidades que pueden participar en el mercado hipotecario sólo podrán ser impugnadas por causa de quiebra del hipotecante cuando se hubieran formalizado en época posterior a la fecha a que se hayan retrotraído los efectos de la quiebra. La acción de impugnación sólo podrá ser ejercitada por los síndicos de la quiebra, demostrando la existencia de fraude en la constitución del gravamen. En todo caso quedará a salvo el tercero que no hubiera sido cómplice del quebrado fraudulento.

Artículo veintiséis. *Límites del préstamo* (3). Uno. El préstamo garantizado no podrá exceder del 70 por 100 del valor de tasación del bien hipotecado, salvo para la financiación de la construcción, rehabilitación o adquisición de vivienda, en las que podrá alcanzar el 80 por 100 de aquel valor.

Dos. Los préstamos hipotecarios que inicialmente excedan de estos porcentajes podrán servir de cobertura a la emisión de cédulas y bonos hipotecarios cuando, como consecuencia de la amortización experimentada por su principal o de la modificación del valor de los bienes en el mercado, previa la tasación correspondiente, su importe no supere dichos porcentajes en relación con el valor de tasación, inicial o revisado, del bien hipotecado.

Artículo veintisiete. *Titularidad de los bienes.* Uno. Las hipotecas han de estar constituidas sobre bienes que pertenezcan en pleno dominio y en su totalidad al hipotecante. Dicho pleno dominio no podrá hallarse sujeto a condiciones, prohibiciones de disponer, plazos, sustituciones, reservas, cargas, gravámenes o limitaciones de cualquier clase, salvo que unos y otras no afecten a la hipoteca, se pospongan a ella o se cancelen previamente a la emisión de títulos.

No se considerarán cargas, a estos efectos, las afectaciones por razón de impuestos devengados por el Estado o la Administración Local, ni las responsabilidades derivadas del artículo noventa y nueve del Reglamento de Viviendas de Protección Oficial de veinticuatro de julio de mil novecientos sesenta y ocho.

Dos. No obstante lo dispuesto en el número uno, podrá la finca hipotecada pertenecer a distintas personas en participaciones indivisas, o con titularidad sobre los derechos integrantes del dominio, siempre que la hipoteca se haya constituido sobre la totalidad de las participaciones o derechos como una sola, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo doscientos diecisiete del Reglamento Hipotecario.

Tres. En los edificios constituidos en régimen de propiedad horizontal.

(1) Redactado apartado c) según Real Decreto 1.623/1985, de 28 de agosto.

(2) Derogados, RD 1.044/89.

(3) Nueva redacción, RD 1.289/91.

a) Si la hipoteca recae sobre el edificio en su conjunto deberá haberse constituido y estar inscrita en la forma que previene el artículo doscientos dieciocho del Reglamento Hipotecario.

b) Si la hipoteca recae sobre los pisos o locales, éstos deberán constar inscritos en folios separados.

Artículo veintiocho. *Tasación previa.* Uno. Los bienes inmuebles por naturaleza sobre los que recaiga la hipoteca deberán haber sido tasados con anterioridad a la emisión de títulos por los servicios de tasación de la Entidad financiera prestamista o de entidades especializadas en tasaciones, con arreglo a lo que dispone en este Real Decreto.

Dos. La tasación se acreditará mediante certificación de los servicios correspondientes y si se hubiera practicado antes del otorgamiento de la escritura de constitución de la hipoteca, se hará constar en dicha escritura y en la inscripción de la misma en el Registro de la Propiedad. En este caso, el tipo de subasta para el supuesto de ejecución de la hipoteca será necesariamente, como mínimo, dicha valoración.

Artículo veintinueve. *Ampliación de hipoteca.* Uno. Si por razones de mercado o por cualquier otra circunstancia el valor del bien hipotecado desmereciera de la tasación inicial en más de un veinte por ciento, la entidad financiera acreedora, acreditándolo mediante tasación efectuada a su instancia, podrá exigir del deudor hipotecante la ampliación de la hipoteca a otros bienes suficientes para cubrir la relación exigible entre el valor del bien y el crédito que garantiza.

El deudor, después de requerido para efectuar la ampliación podrá optar por la devolución de la totalidad del préstamo o de la parte de éste que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente la cuantía del mismo.

Si dentro del plazo de dos meses desde que fuera requerido para la ampliación el deudor no la realiza ni devuelve la parte de préstamo a que se refiere el párrafo anterior, se entenderá que ha optado por la devolución de la totalidad del préstamo, la que le será inmediatamente exigible por la entidad acreedora.

Dos. El titular o titulares de los títulos garantizados o el Sindicato de Tenedores de los Bonos, en su caso, podrán instar de la entidad acreedora el ejercicio de la acción prevenida en el párrafo anterior y según la opción ejercitada por el deudor primario quedará automáticamente extendida la afectación a la ampliación de la hipoteca o se les abonará el importe del título o títulos correspondientes.

Artículo treinta. *Seguro de daños.* Uno (1). Los bienes sobre los que se constituya la hipoteca deberán contar con un seguro contra daños adecuado a la naturaleza de los mismos, y en el que la suma asegurada coincida con el valor de tasación del bien asegurado excluidos los elementos no asegurables por naturaleza.

Dos. El tomador del seguro notificará al asegurador la existencia del crédito que grave el bien asegurado, y éste dará traslado de aquella notificación al acreedor.

Tres. En el caso de falta de pago de la prima por el tomador del seguro, el asegurador lo notificará al acreedor antes de que haya expirado el plazo de gracia del pago de la prima.

Cuatro. En caso de siniestros el tomador del seguro lo notificará al asegurador en los términos previstos en la póliza y éste dará traslado de la notificación al acreedor.

Artículo treinta y uno. *Bienes excluidos.* Uno. Los bienes que no pueden ser admitidos en garantía por no representar un valor suficientemente estable y duradero son los siguientes:

- a) El derecho de usufructo.
- b) Las concesiones administrativas.
- c) Los derechos de superficie, pastos, aguas, leñas y semejantes.
- d) Los edificios e instalaciones situadas fuera de ordenación urbana y los terrenos sobre los que se hubieren autorizado obras de carácter provisional en los términos fijados para uno u otro supuesto en la Ley del Régimen del Suelo y Ordenación Urbana, cuando tal circunstancia conste registralmente.

Dos. Serán en todo caso bienes hipotecables a los efectos del mercado hipotecario, las viviendas de carácter social que gocen de protección pública.

Artículo treinta y dos. *Créditos excluidos o restringidos.* Uno. No podrán servir de cobertura para la emisión de títulos los créditos hipotecarios siguientes:

- a) Los que estén instrumentados en títulos valores nominativos, a la orden o al portador.
- b) Los totalmente vencidos o la parte vencida de dichos créditos en el momento de ser afectados como garantía de la emisión.
- c) Los que estuvieren afectados a otra emisión de bonos, o los que hayan sido objeto de participaciones hipotecarias, en la porción participada.
- d) Los garantizados con hipoteca que aparezca registralmente contradicha mediante anotación de demanda.
- e) Los subhipotecados o embargados.
- f) Los sujetos a condición suspensiva mientras no conste registralmente su cumplimiento y los garantizados por hipoteca de seguridad o de máximo en la parte de los mismos en que no conste registralmente haber sido efectivamente contraída la deuda correspondiente.

Dos. Los créditos que estén garantizados con hipoteca sobre edificios en construcción o sobre las fincas independientes en régimen de propiedad horizontal que formen parte de los mismos sólo podrán servir de cobertura a la emisión de los títulos a que se refiere la ley cuando reúnan los siguientes requisitos:

- a) Que el préstamo se destine a financiar la construcción del bien hipotecado y el prestatario quede obligado a concluirlo.
- b) Que el bien hipotecado que ha de resultar al concluir la construcción sea susceptible, según este Reglamento, de hipoteca en garantía de créditos aptos para tal cobertura.

(1) Modificado, RD 1.289/91.

c) Que conste el valor que alcanzará, una vez terminada su construcción, el edificio o finca hipotecados, según presupuesto aprobado por los Servicios de Tasación a que se refiere este Real Decreto.

Tres (1). Sea cual fuere el importe del crédito comprendido en el apartado anterior, a efectos de cobertura, el límite computable vendrá determinado por la suma de los importes siguientes:

Cincuenta por 100 del valor de tasación del solar.

Cincuenta por 100 del valor de las obras realizadas, excluida la repercusión del solar.

Cuatro (1). Las cuantías resultantes de la aplicación del punto anterior sólo podrán computarse, a efectos de cobertura, en cuanto su suma no exceda del 20 por 100 del importe total de los capitales de los créditos afectados a una emisión de bonos o de la cartera que determina el límite de la emisión de cédulas.

Artículo treinta y tres. *Avales.* Uno. Las Entidades financieras a que se refiere el artículo segundo, uno, de la Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, podrán conceder avales para la financiación de las actividades incluidas en el mercado hipotecario.

El importe de los avales concedidos por una entidad tendrá la consideración de capitales en riesgo de la misma.

Dos. Los créditos avalados podrán ser concedidos por cualquier intermediario financiero, promotor, constructor persona o Empresa, partícipe o no, en el mercado hipotecario.

El prestatario de los créditos que se avalen deberá constituir en contragarantía a favor de la entidad avalista, una hipoteca inmobiliaria que reúna los requisitos que se exigen en este Real Decreto para su inclusión en el mercado hipotecario.

Tres (2).

## SECCION SEGUNDA. TASACION DE BIENES

Artículo treinta y cuatro. *Objeto de la tasación.* La tasación de los bienes que pueden constituirse en garantía hipotecaria de los préstamos que permiten la emisión de cédulas y bonos hipotecarios, de acuerdo con la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, tiene por objeto estimar de forma adecuada el precio que pueden alcanzar aquellos bienes de forma que su valor se constituya en garantía última de las entidades financieras y de los ahorradores que participen en el mercado.

Artículo treinta y cinco (1). *Criterios de tasación.* Para determinar el valor de los bienes hipotecados a efectos de lo prevenido por la Ley 2/1981, se elegirá el menor de los que resulten de la aplicación de los criterios que se establezcan en la normativa específica de valoración de bienes en el mercado hipotecario para cada uno de ellos, que deberá aprobar el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Instituto de Crédito Oficial.

(1) Modificado, RD 1.289/91.

(2) Derogado, RD 1.289/91.

En aquellos bienes que por estar acogidos a algún tipo de protección pública las disposiciones administrativas limiten su rentabilidad o precio de venta se asignará, como máximo, dicho valor o el que de dichas limitaciones se desprenda, sin perjuicio de lo que al efecto se establezca en la legislación de viviendas de protección oficial.

Artículo treinta y seis. *Valoración del suelo.* En la valoración del suelo se tendrán en cuenta:

a) El empleo útil del mismo en relación a su aprovechamiento óptimo según las posibilidades de hecho o derecho permitidas respecto a su uso y volumen.

b) El grado de urbanización y las características naturales y de situación que influyen en su valoración.

c) En terrenos edificados se atenderá al aprovechamiento urbanístico de las construcciones que los ocupan.

d) En terrenos de naturaleza agrícola, forestal, ganadero o similares, se estará a los posibles rendimientos de explotación de que fueran susceptibles.

Artículo treinta y siete. *Informe de tasación.* Uno. El informe de tasación contará con una primera parte que recogerá todos los aspectos jurídicos y técnicos que influyan en la valoración del bien y que constituyan las características básicas definitorias del mismo.

Dos. La segunda parte será de carácter valorativo y estará constituida por el conjunto de cálculos técnico-económicos conducentes a determinar el valor final de la tasación.

Tres (1). El informe técnico de tasación, así como el certificado en el que podrá sintetizarse el mismo, habrá de ser firmado necesariamente por un Arquitecto, Aparejador o Arquitecto técnico, cuando se trate de fincas urbanas, solares e inmuebles edificados con destino residencial y, en los demás casos, por un Ingeniero o un Ingeniero técnico de la especialidad correspondiente, según la naturaleza del objeto de la tasación. Este informe no tendrá que ir visado por el Colegio Oficial respectivo y caducará a los seis meses de su fecha.

Cuatro. Se autoriza al Ministerio de Economía y Comercio para dictar una instrucción en la que consten las distintas normativas concretas que han de seguirse en la tasación de las agrupaciones o tipos de bienes admitidos en garantía de títulos (3).

## SECCION TERCERA. SERVICIOS DE TASACION

Artículo treinta y ocho. *Clases.* Uno. La tasación de los bienes hipotecarios tendrá que efectuarse por los servicios de tasación de las Entidades financieras con posibilidades de acceso al mercado hipotecario o por Entidades especializadas creadas para este objeto.

Asimismo podrán las Entidades financieras hacer convenios para utilizar los servicios de tasación de cualquiera de ellas.

(3) Véase Orden de 7 de diciembre de 1984 y Orden de 4 de octubre de 1985.



Dos. La tasación realizada por los servicios de las entidades financieras prestamistas deberá efectuarse por personas con capacidad profesional y facultativa adecuada que formen parte del personal de la misma o sean contratadas como profesionales en libre ejercicio.

En cualquier caso, las responsabilidades que pudieran derivarse de la tasación recaerán sobre la Entidad financiera en cuyo nombre se efectúa.

Artículo treinta y nueve (1). *Requisitos.* Las Entidades especializadas a que se refiere el artículo anterior habrán de reunir los siguientes requisitos:

Uno. Revestir la forma de Sociedad Anónima, domiciliada en el territorio nacional.

Dos. Limitar su objeto social a la valoración de todo tipo de bienes.

Tres. Contar con un capital mínimo de 25.000.000 de pesetas desembolsado en su 50 por 100, como mínimo.

Cuatro. Contar con un número mínimo de 10 profesionales con capacidad de realizar la tasación, ya pertenezcan al personal de la misma, ya sean contratados eventualmente como profesionales libres.

Cinco. Figurar inscritas en el Registro Oficial del Banco de España.

Artículo cuarenta. *Inscripción en el Registro Oficial.* Uno (1). Los fundadores de las Entidades de tasación, con anterioridad al comienzo del ejercicio de sus actividades, solicitarán al Banco de España la inscripción en el Registro correspondiente, a cuyo efecto presentarán en dicho Banco la siguiente documentación:

- a) La solicitud de inscripción.
- b) El proyecto de los Estatutos de la Entidad.
- c) La relación de los componentes del Consejo de Administración y directivos de la Entidad.
- d) La relación de los profesionales facultativos, con justificación de los títulos expedidos que permiten el ejercicio de la tasación. Con posterioridad, se comunicarán las variaciones.

Dos. Si se cumplen los requisitos previstos en la legislación se procederá a la inscripción, dotando a la Empresa de un número de Registro que será de cita obligatoria en cualquier tipo de contrato, documento o publicidad que realice.

Asimismo, las Entidades prestamistas que dispongan de servicios de tasación lo comunicarán al Registro Oficial, acompañando la relación de profesionales facultados para hacer las tasaciones y las sucesivas variaciones.

Tres. Ninguna entidad podrá ejercer operaciones de tasación sin figurar inscrita en este Registro Oficial o haberlo comunicado.

Cuatro. Cualquier responsabilidad que pudiera derivarse de la tasación recaerá sobre la Entidad de tasación en cuyo nombre se efectúa.

Las Entidades de tasación deberán asegurar una responsabilidad económica hasta cincuenta millones de

pesetas, sin perjuicio de las responsabilidades de orden civil y penal que pudiera corresponderles.

Cinco (1) El régimen de inspección de las Entidades o servicios de tasación se hará conforme a lo que se disponga en una Orden aprobada por el Ministro de Economía y Hacienda, dictada en aplicación de lo previsto en el artículo 7.º, dos, c), de la Ley 2/1981, de 25 de marzo.

La inspección del cumplimiento de las normas de tasación y el control del funcionamiento de las Entidades o servicios de tasación corresponde al Banco de España, que sancionará las infracciones cometidas de conformidad con lo dispuesto en la normativa aplicable.

#### SECCION CUARTA. COEFICIENTE DE SEGURIDAD

Artículo cuarenta y uno (2).

Artículo cuarenta y dos (2).

### CAPITULO III

#### Operaciones pasivas

#### SECCION PRIMERA. TITULOS HIPOTECARIOS

Artículo cuarenta y tres. *Clases de títulos.* Uno. 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.

Dos (1). Las cédulas hipotecarias podrán ser emitidas por el Banco Hipotecario de España y las restantes Entidades de Crédito de Capital Público Estatal, los Bancos privados, las Cajas de Ahorros, la Confederación Española de Cajas de Ahorros, la Caja Postal de Ahorros, las Cooperativas de Crédito y las Sociedades de Crédito Hipotecario. Estas últimas, para poder emitir dichos valores deberán mantener el 75 por 100 de su cartera de créditos invertida en los préstamos hipotecarios que regula la Ley del Mercado Hipotecario.

Tres (1). Los bonos hipotecarios podrán ser emitidos por las Entidades a que se refiere el número anterior y, además, por las Entidades de financiación, siempre que cumplan las condiciones y requisitos que se exigen en este Real Decreto.

Cuatro. Las participaciones hipotecarias se emitirán conforme a lo establecido en los artículos sesenta y uno y siguientes de este Real Decreto.

Artículo cuarenta y cuatro (1). *Cédulas hipotecarias.* 1. Las cédulas hipotecarias contendrán, al menos, los siguientes datos:

Uno. Designación específica y la indicación de su Ley reguladora.

Dos. La expresión de si son nominativas, a la orden o al portador y, en su caso, el nombre del titular o el de

(1) Modificado, RD 1.289/91.

(2) Derogado, RD 1.044/89.

la persona a cuya orden estén libradas. En defecto de calificación expresa se entenderán emitidas al portador.

Tres. Su valor nominal y el de las primas, si las tuvieren.

Cuatro. El plazo y forma de amortización del capital, expresando, en su caso, los períodos de sorteo.

Cinco. Los intereses que devenguen y sus vencimientos.

Seis. La advertencia de estar sujetas a sorteo en fecha indeterminada, incluso las que tengan plazo fijo de amortización, en los casos previstos en este Real Decreto.

Siete. La opción que, en cuanto a la forma de pago, permite el artículo 54 de este Real Decreto.

Ocho. La expresión de si la cédula es única o si pertenece a una serie y, en este último caso, el número del título y el número o la letra de la serie, si hubiese varias.

Nueve. La fecha de la emisión y las de las autorizaciones administrativas correspondientes.

Diez. El nombre y domicilio de la Entidad emisora y, en su caso, los datos de su inscripción en el Registro Mercantil.

Once. El sello de la Entidad emisora y la firma de, al menos, uno de sus Consejeros o Apoderados, que podrá ser impresa, cumpliendo los requisitos legales, cuando las cédulas se emitan en serie.

2. Cuando las cédulas 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 número 1 anterior que resulten compatibles con tal forma de representación.

Artículo cuarenta y cinco. *Bonos hipotecarios.* Los bonos hipotecarios contendrán los datos que para las cédulas establece el artículo cuarenta y cuatro y además los siguientes:

a) El nombre y residencia del Notario en cuyo protocolo obre la escritura de emisión y la fecha de ésta.

b) La fecha de inscripción de la emisión en el Registro Mercantil.

c) La circunstancia de que los bonos están especialmente garantizados por la afectación de los créditos hipotecarios reseñados en la escritura de emisión.

d) El domicilio del Sindicato de Tenedores de Bonos, si se trata de una emisión en serie.

## SECCION SEGUNDA. CONDICIONES DE EMISION

Artículo cuarenta y seis. *Normas generales.* Uno (1). La realización de las emisiones de cédulas y bonos hipotecarios se ajustará, sin perjuicio de lo previsto en

este Real Decreto, a la normativa reguladora del mercado de valores a los pactos, estatutos o normas de las Entidades emisoras, y a los acuerdos de sus órganos competentes, siempre que no contravengan lo establecido en aquélla.

Dos. Las cédulas y bonos hipotecarios podrán emitirse nominativos, a la orden o al portador, con amortización periódica o no, a corto o largo plazo, con interés constante o variable, con o sin prima y en serie o singularmente. Las primas podrán ser de emisión, de reembolso o mixtas.

Tres. En ningún caso podrá resultar perjudicado el deudor hipotecario por la emisión de títulos a que se refiere la Ley.

Artículo cuarenta y siete. *Emisión de cédulas.* Uno. Para la emisión de cédulas en serie será requisito previo a la suscripción o a su introducción en el mercado, el anuncio de la emisión en el «Boletín Oficial del Estado», anuncio que deberá contener los siguientes datos:

a) Denominación, domicilio y fecha de constitución de la Entidad emisora.

b) Nombre, apellidos y domicilio de sus administradores.

c) Importe y condiciones de la emisión.

d) Fecha inicial y el plazo de suscripción de los títulos.

e) La naturaleza, clase y características de éstos, con referencia a cada una de las series, si hubiese varias, expresando el valor nominal de los títulos, las primas, si las hubiere, la forma y plazos de amortización del capital, los intereses que devenguen y sus vencimientos.

Dos. Cuando las cédulas no se emitan en serie, la fecha de su emisión deberá constar en forma fehaciente.

Tres. Los títulos emitidos en serie se extenderán en libros talonarios con un registro-matriz, y estarán numerados correlativamente. Podrán existir varias series dentro de una misma emisión. La diferencia podrá consistir en el valor nominal, en el contenido de los derechos o en ambas cosas a la vez. Los títulos de cada serie serán de igual valor y conferirán los mismos derechos.

Cuatro. Para la emisión de cédulas con interés variable deberán cumplirse las siguientes condiciones:

a) Que los intereses variables de las cédulas y préstamos que la sirven de cobertura se definan por un margen fijo sobre un tipo de interés de referencia.

b) Que el tipo medio de los intereses de las cédulas emitidas a interés variable no sea superior al tipo medio de los intereses de los préstamos concertados a interés variable.

c) Que, sin perjuicio del mantenimiento del límite de emisión, entre créditos y cédulas concertados a interés variable, a que se refiere el artículo cincuenta y nueve, deberá establecerse un límite superior a la variación de tipo de interés de las cédulas que estará en función del rendimiento previsible de los préstamos de cobertura.

(1) Modificado, RD 1.289/91.

Cinco. Para la emisión de cédulas con amortización del principal indiciado deberán cumplirse los requisitos siguientes:

a) Que, sin perjuicio de los demás límites y coeficientes, existan préstamos de cobertura pactados con amortización de sus respectivos capitales indiciados, cuyos capitales nominales no amortizados asciendan en todo momento, al menos, al doble del importe nominal de las cédulas emitidas con capitales indiciados.

b) Que se establezca un límite superior a la variación del valor de los capitales de las cédulas, que deberá estar en función de la revalorización previsible para los capitales pendientes de amortización de los préstamos indiciados.

Artículo cuarenta y ocho. *Emisión de bonos.* Uno. La emisión de bonos hipotecarios se hará constar en escritura pública, en la que habrá de intervenir, caso de emisión en serie, el Presidente del Sindicato de Tenedores de Bonos.

Dos. Dicha escritura, además de reunir los requisitos exigidos por la legislación notarial, contendrá las circunstancias señaladas en el artículo cuarenta y siete punto uno, y además las siguientes:

a) La relación detallada de los créditos hipotecarios que queden afectados al pago de los bonos, con indicación de su capital, el nombre y residencia de los Notarios en cuyos protocolos obren las escrituras de constitución de hipotecas correspondientes, la fecha de las mismas y los datos de su inscripción en el Registro de la Propiedad.

b) La declaración de la entidad emisora de que el vencimiento medio de los bonos no es superior al de los créditos afectados y de que el conjunto de éstos producen un rendimiento anual de intereses igual, por lo menos, al del conjunto de aquéllos.

c) La constitución del Sindicato de Tenedores de Bonos cuando éstos se emitan en serie.

Tres. La emisión se inscribirá en la hoja de registro mercantil correspondiente a la entidad emisora cuando la misma estuviere sujeta a inscripción en dicho Registro. Cuando no lo estuviere, la emisión se inscribirá en el Libro creado por la Ley de veinticuatro de diciembre de mil novecientos sesenta y cuatro.

Cuatro. Para la emisión de bonos de interés variable deberán cumplirse los siguientes requisitos:

a) Que la totalidad de los préstamos afectados a la emisión estén pactados a interés variable, definido siempre por un margen fijo sobre un tipo de interés de referencia.

b) Que el interés de los bonos se defina de igual manera y sobre el mismo tipo de referencia adoptado para los préstamos, y que el margen aplicado a los bonos no pueda ser superior al aplicado para los préstamos.

Cinco. Para la emisión de bonos con amortización del principal indiciado deberán cumplirse las condiciones siguientes:

a) Que la totalidad de los préstamos afectados a la emisión estén pactados con amortización de sus respectivos principales indiciados.

b) Que el coeficiente corrector sea el mismo para los capitales de los préstamos afectados y la emisión de bonos que garanticen.

c) Que tanto para los préstamos como para los títulos se establezca un límite superior a la variación del valor de los capitales a amortizar.

Artículo cuarenta y nueve. *Puesta en circulación de bonos.* Uno. Bajo la responsabilidad solidaria de los Administradores de la entidad emisora, los bonos hipotecarios no podrán ponerse en circulación mientras no se haya anunciado la emisión en el «Boletín Oficial del Estado», inscrita la escritura en el Registro Mercantil y extendido en el de la Propiedad las notas de afectación de los créditos hipotecarios a medida que se practiquen las notas de afectación en el Registro de la Propiedad, la Entidad emisora podrá poner en circulación los bonos hipotecarios en la cuantía correspondiente.

No obstante lo regulado en el párrafo anterior, la Entidad emisora podrá poner en circulación bonos hipotecarios antes de practicar en el Registro de la Propiedad las notas de afectación de los créditos hipotecarios, si así se hubiera pactado en la correspondiente escritura de emisión. En este caso se recogerá necesariamente en ésta, un plazo dentro del cual ha de estar practicada la nota, durante el que no podrá el titular transmitir el bono a terceros y cuyo incumplimiento por la entidad emisora facultará a los bonistas para resolver el contrato.

Dos. Respecto al funcionamiento del Sindicato de Tenedores de Bonos, facultades y atribuciones del Presidente y de la Asamblea de Tenedores, y a la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil se estará a lo dispuesto en la Ley y en este Real Decreto, en la Ley de Sociedades Anónimas y, en su caso, en la Ley de veinticuatro de diciembre de mil novecientos sesenta y cuatro.

### SECCION TERCERA. AFECTACION DE CREDITOS

Artículo cincuenta. *Nota registral.* Uno. La nota de afectación de créditos hipotecarios en garantía de bonos, establecida en el artículo trece de la Ley, se extenderá en los Registros de la Propiedad en que figuren inscritos los créditos hipotecarios que se afecten en los folios registrales de las fincas hipotecadas en garantía de tales créditos, al margen de la inscripción de la hipoteca correspondiente.

Dos. Dicha nota se practicará en virtud de la escritura de emisión en la que se establezca la afectación de los créditos hipotecarios en garantía de los bonos hipotecarios emitidos. En las copias parciales de esta escritura que se presenten en cada Registro de la Propiedad bastará que se relacionen los créditos inscritos en el mismo.

Tres. La copia total o parcial de la escritura presentada para la práctica de las notas marginales de afectación insertará los documentos acreditativos de que concurren los requisitos necesarios para la legalidad de la emisión, si se hubiesen unido a la matriz, o será acompañada de los originales o por testimonio, en otro caso. Entre dichos documentos se incluirán los referen-

tes a la tasación de las fincas, si se hubiesen efectuado después del otorgamiento de la hipoteca.

Cuatro. La nota marginal, además de las circunstancias generales, tendrá las siguientes:

- a) Nombre y domicilio de la Entidad emisora de los bonos hipotecarios que se garanticen con la afectación.
- b) Importe total de la emisión.
- c) Número, clase, cuantía, interés y último vencimiento de los bonos hipotecarios emitidos.
- d) Constitución y domicilio del Sindicato de Tenedores de Bonos, en su caso.
- e) La afectación del crédito hipotecario en garantía de los bonos hipotecarios emitidos a favor de los tenedores presentes y futuros de los mismos.

Artículo cincuenta y uno. *Extinción.* La afectación de créditos hipotecarios en garantía de una emisión de bonos se extinguirá por:

Primero. La amortización total o parcial de los bonos emitidos. Cuando la amortización no comprenda la totalidad de la emisión, la extinción de la afectación sólo podrá producirse respecto del crédito o créditos cuyos capitales no vencidos importen una suma igual o inferior al nominal de bonos inutilizados sin haber resultado amortizados por sorteo.

Segundo. El convenio entre la Entidad emisora y el Sindicato de Tenedores de Bonos o el tenedor del bono único para la extinción de la garantía o para la sustitución de uno o varios créditos por otro u otros de igual o superior cuantía que reúnan los requisitos exigidos por el presente Reglamento.

Tercero. La cancelación por cualquier causa de la hipoteca que garantice el crédito afectado.

Artículo cincuenta y dos. *Cancelación de la nota marginal.* Uno. Extinguida la afectación de créditos hipotecarios en garantía de una emisión de bonos procederá la cancelación de la nota marginal de afectación.

Dicha cancelación se efectuará por nota marginal y se practicará:

Primero. En el supuesto a que se refiere el número uno del artículo anterior con los documentos y el cumplimiento de las formalidades y requisitos que para la cancelación de hipotecas en garantía y de títulos endosables y al portador exigen el artículo ciento cincuenta y seis de la Ley Hipotecaria vigente y disposiciones concordantes, con la salvedad de que los bonos inutilizados que den lugar a una cancelación parcial deberá acreditarse que no han resultado amortizados en ningún sorteo.

Segundo. En el caso del número segundo del artículo precedente, mediante escritura pública en la que se haya otorgado el convenio de extinción de la garantía o de sustitución de los créditos hipotecarios afectados. En este último caso, en la copia de dicha escritura que se presente en el Registro de la Propiedad para obtener la cancelación deberá constar que se han extendido las notas de afectación al margen de las inscripciones de los nuevos créditos hipotecarios afectados.

Tercero. En el supuesto del apartado tercero del artículo anterior, los Registradores cancelarán de oficio la nota de afectación.

Dos. Para cancelar la hipoteca que garantice un crédito anticipadamente reembolsado o extinguido, que estuviere afectado a una emisión de bonos, será necesario que en la escritura de cancelación conste, bajo pena de falsedad en documento público, la manifestación de la Entidad emisora de que en virtud del reembolso se traspasa o no el límite establecido en el primer párrafo del artículo cincuenta y ocho. En el primer supuesto, deberá constituirse un depósito en los términos regulados en el artículo sesenta por el importe del crédito o créditos cancelables, expresando en la misma escritura el número y clave de identificación del mismo y la suma por la que se haya hecho, o los fondos en que consistiere y su valor en cómputo exhibiendo ante el Notario el resguardo correspondiente para su reseña en la escritura.

No será preciso este depósito cuando al otorgar la escritura de cancelación del crédito se inutilicen bonos no amortizados por un importe igual o superior a los créditos que se cancelan, ni en el supuesto de que se hayan afectados otros créditos en sustitución de aquéllos.

En todo caso, la Entidad emisora requerirá al Notario para que notifique en la forma prevista en la Legislación Notarial, al Sindicato de Tenedores de Bonos o al tenedor del bono único, de la emisión a que estuviere afectado el crédito reembolsado, de la cancelación efectuada.

En la notificación a que se refiere el párrafo anterior y para el supuesto de haberse traspasado el límite establecido en el primer párrafo del artículo sesenta se reseñarán los datos registrales, deudor e importe del crédito hipotecario cancelado o a cancelar, la suma anticipadamente percibida en virtud del mismo y la emisión de bonos a que estuviere afectado y según los diferentes supuestos:

- a) El número o clave de identificación del depósito y la suma por la que se haya hecho; o los fondos públicos en que consistiere y su valor en cómputo.
- b) Los bonos que hayan sido reembolsados anticipadamente por adquisición o sorteo.
- c) Los datos registrales, deudor e importe de los nuevos créditos hipotecarios afectados a la emisión, así como el nombre y residencia del Notario en cuyo protocolo obra la escritura de afectación de dichos créditos y la fecha de la citada escritura.

#### SECCION CUARTA. PAGO DE CAPITAL E INTERESES

Artículo cincuenta y tres (1). *Persona legitimada.* Uno. En los títulos emitidos al portador, la Entidad emisora reconocerá a su tenedor como propietario de los mismos.

Dos. En los nominativos o emitidos a la orden, el importe del capital y el de los intereses o primas se pagarán, previa la presentación de los títulos o cupones correspondientes, al tenedor que acredite ser la persona designada en el título nominativo o, en los expedidos a la orden, aquella a cuya orden estuviere librado.

(1) Modificado, RD 1.289/91.

Tres. Si el título nominativo o a la orden hubiera sido objeto de alguna transmisión, la Entidad deudora deberá efectuar el pago al tenedor que acredite ser el último cesionario del título nominativo o, en los librados a la orden, el último endosatario formalmente legitimado por la cadena de endosos o que justifique ser legítimo causahabiente de uno o de otro o de las personas que menciona el número dos de este artículo.

Cuatro. La Entidad emisora tomará razón de las transmisiones de títulos a que se refiere el número anterior, si se le presentaren con tal finalidad, pero la previa toma de razón de la transmisión o transmisiones anteriores no será condición necesaria para el pago.

Cinco. En ningún caso la Entidad deudora será responsable de la validez de las transmisiones ni de la autenticidad de las firmas que en ellas figuren.

Seis. Cuando se trate de valores representados por medio de anotaciones en cuenta se estará a lo que resulte de la normativa general reguladora de los mismos.

Artículo cincuenta y cuatro. *Formas de pago.* Al emitir los títulos la Entidad emisora podrá optar entre hacer los pagos por ventanilla en sus propias cajas o verificarlos mediante abono en las cuentas abiertas a nombre de los acreedores en cualquier Entidad bancaria o de crédito o dejar esta opción a los tenedores de los títulos. Dichas cuentas podrán radicar en la propia Entidad emisora, cuando las reglas por que se rijan le permitan su llevanza.

Artículo cincuenta y cinco. *Prescripción.* Desde el día de su vencimiento normal o, en su caso, desde la fecha en que deban ser reembolsados por sorteo, los títulos dejarán de devengar intereses, háyanse o no presentado al cobro.

Conforme a lo dispuesto en el artículo novecientos cincuenta del Código de Comercio, el reembolso de los títulos, así como el pago de sus intereses y primas, dejarán de ser exigibles a los tres años de su vencimiento.

#### SECCION QUINTA. PERDIDA Y AMORTIZACION DE LOS TITULOS

Artículo cincuenta y seis. *Pérdida o extravío.* En los títulos nominativos o a la orden, las personas a que se refiere el número segundo del artículo cincuenta y tres y los mencionados en su número tercero, de cuya adquisición hubiere tomado razón la Entidad emisora, podrá obtener un duplicado del título destruido, extraviado o sustraído, a los solos efectos del pago. Para ello será necesario dar cuenta inmediata del hecho a la Entidad emisora con la declaración de no haber transmitido el título y que haya transcurrido un mes desde la publicación del correspondiente anuncio en el tablón de la Entidad emisora, en un diario de la provincia en la que radique el domicilio de ésta y en el «Boletín Oficial del Estado».

En ningún caso, salvo que se preste caución bastante a satisfacción de la Entidad emisora, podrán ejercitarse los derechos que confiera el duplicado para el pago del título y de sus créditos anejos hasta que transcurran ocho meses desde la fecha de emisión de aquél y un mes desde su vencimiento.

Los gastos de publicación de los anuncios serán de cuenta del interesado.

Si antes de verificarse el pago se notificase a la Entidad deudora la oposición al mismo de un tercero, para realizarlo será necesario acuerdo de las partes o resolución judicial firme.

En los títulos al portador se estará a lo dispuesto en el Código de Comercio y normas concordantes.

Artículo cincuenta y siete. *Amortización de los títulos.* Uno. Cuando los títulos sean amortizables por sorteo, éste se efectuará públicamente, previo anuncio del mismo con siete o más días de antelación en el «Boletín Oficial del Estado» donde se indicará local, día y hora y con asistencia de fedatario público.

Dos. El resultado del sorteo, con la lista de los títulos a amortizar, se fijará en el domicilio social de la Entidad emisora, debiendo insertarse, asimismo, en el «Boletín Oficial del Estado». En la misma lista se anunciará la fecha en la que dentro de los tres meses siguientes al día del sorteo, la Entidad hará el reembolso de los títulos.

Tres. Con la lista de títulos a reembolsar tras cada sorteo, se anunciará, también separadamente, los títulos a amortizar, según el sorteo inmediatamente anterior, que no haya sido presentado al cobro.

Cuatro. Al verificarse el reembolso por sorteo del capital de los títulos, se hará también el pago de los intereses vencidos y no prescritos. También se pagará el primer cupón de intereses no vencido, con el descuento correspondiente desde la fecha mencionada en el párrafo segundo de este artículo hasta la del vencimiento normal del cupón, calculado al mismo tipo de interés. Las primas no podrán ser objeto de descuento.

#### SECCION SEXTA. LIMITES DE EMISION

Artículo cincuenta y ocho. *De los bonos hipotecarios.* Uno. Las Entidades no podrán emitir bonos hipotecarios por importe superior al noventa por ciento de los capitales no amortizados de los créditos afectados.

Dos. El vencimiento medio de los bonos hipotecarios no podrá ser superior al de los créditos afectados.

Tres. Para calcular los límites a que se refieren los apartados anteriores no se tendrá en cuenta el importe de los avales concedidos.

Artículo cincuenta y nueve. *De las cédulas.* Uno (1). El volumen de las cédulas hipotecarias emitidas por una Entidad y no vencidas no podrá superar el 90 por 100 de una base de cómputo formada por la suma de los capitales no amortizados de todos los créditos hipotecarios de la cartera de la Entidad, aptos para servir de cobertura. Se computarán como tales créditos los capitales de las participaciones hipotecarias adquiridas por la Entidad que se mantengan en su cartera y resulten igualmente aptos.

Dos (1). Si la Entidad hubiera emitido bonos o participaciones hipotecarias, se excluirán de la base de

(1) Modificado, RD 1.289/91.

cómputo aludida en el apartado anterior el importe íntegro de cualquier crédito afectado a bonos y la porción participada de los que hubieran sido objeto de participación.

Tres. En todo caso, para el cálculo de los límites a que se refieren los números anteriores no se tendrá en cuenta el importe de los avales concedidos con contragarantía hipotecaria por la Entidad para garantizar la devolución de préstamos ajenos destinados a las finalidades del mercado hipotecario.

Artículo sesenta. *Restablecimiento de la proporción.* Uno. Los porcentajes límite de emisión de cédulas y bonos hipotecarios no podrán superarse en ningún momento.

Dos (1). No obstante, si el límite se traspasa por incrementos en las amortizaciones de los préstamos afectados, o por cualquier otra causa, la Entidad emisora deberá restablecer el equilibrio mediante las siguientes actuaciones:

a) Depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España.

b) Adquisición de cédulas y bonos en el mercado según corresponda.

c) Otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios o adquisición de participaciones hipotecarias, aptos para servir de cobertura de las cédulas.

d) Afectación al pago de los bonos hipotecarios de nuevos créditos hipotecarios aptos para servir de cobertura.

e) Amortización de cédulas y bonos por el importe necesario para restablecer el equilibrio. Esta amortización, si fuera necesario, será anticipada y por sorteo.

Tres (1). El depósito de efectivo o fondos públicos deberá realizarse en un plazo máximo de diez días hábiles a partir del siguiente a aquel en que se hubiese producido el desequilibrio, siempre que en el citado plazo no se hubiera restablecido.

En todo caso, en un plazo máximo de cuatro meses deberán mediante cualquiera de las actuaciones recogidas en los apartados c), d) y e) del número anterior, restablecerse las proporciones a que se refieren los artículos 58 y 59.

Cuatro (1). El depósito de dinero o fondos públicos a que se refiere la letra a) del apartado dos de este artículo quedará especialmente afectado por Ministerio de la Ley, en concepto de prenda al reembolso del capital de las cédulas y bonos, deducido el importe de las primas de cualquier clase que sean. Si devengare intereses o productos, su importe quedará igualmente afectado al pago de intereses de dichas cédulas y bonos y, si hubiere sobrante, al de las primas de reembolso.

De dicho depósito, como de sus intereses o productos, no podrá disponer la Entidad emisora en el plazo de cuatro meses desde la constitución, en el caso de cédulas o con la conformidad del Sindicato de Tenedores de

Bonos o del tenedor del bono único de la emisión en el caso de bonos, lo que se hará constar en la constitución del mismo. La disposición tendrá el exclusivo objeto de reembolsar anticipadamente bonos y cédulas, otorgar nuevos créditos de cobertura, adquirir participaciones hipotecarias o pagar a su vencimiento los intereses o capitales de las cédulas o bonos en circulación que venzan dentro del indicado plazo.

Cinco. Las cédulas y bonos adquiridos en el mercado en aplicación de lo dispuesto en los números anteriores podrán ponerse de nuevo en circulación dentro de los límites señalados en este Real Decreto; pero, aunque ello no ocurra, continuarán entrando en los sorteos sucesivos en igualdad de condiciones con los demás títulos y conservarán los mismos derechos que éstos.

En caso de quiebra, las cédulas o bonos adquiridos en el mercado en la parte que excedan del noventa por ciento quedarán automáticamente amortizadas.

Seis. La afectación de nuevos créditos hipotecarios de cobertura requerirá la aceptación del Sindicato de Tenedores de Bonos o del tenedor del bono único de la emisión, observándose en todo caso las normas establecidas en los artículos cuarenta y ocho y cuarenta y nueve. Si no fuese posible cumplir el requisito del vencimiento medio superior para el nuevo conjunto de créditos afectados, se procederá a la amortización anticipada de bonos por sorteo o a la constitución del depósito que preceptúa el apartado anterior.

Siete. El Ministerio de Economía y Comercio podrá, excepcionalmente, autorizar la variación de los períodos transitorios necesarios para conseguir el ajuste a los límites de emisión, o la disposición de los fondos depositados.

## SECCION SEPTIMA. PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS

Artículo sesenta y uno (1). *Emisión.* Uno. Las Entidades a que hace referencia el artículo 2.1 de este Real Decreto podrán hacer participar a terceros en los créditos hipotecarios de su cartera mediante la emisión de participaciones hipotecarias representadas por títulos nominativos o por anotaciones en cuenta.

Dos. En todo caso, cada valor se referirá a una participación en un determinado crédito hipotecario.

La emisión de varias participaciones de un mismo crédito podrá realizarse simultánea o sucesivamente, y en ambos casos, al comienzo o durante el plazo de vigencia del préstamo.

Tres. La participación confiere a su titular los derechos que se establecen en la Ley y los que se expresen en aquélla.

El emisor conservará la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo y vendrá obligado a realizar cuantos actos sean necesarios para la efectividad y buen fin del mismo, abonando a los partícipes, incluso en caso de pago anticipado, el porcentaje que les corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses de acuerdo con las condiciones de la emisión.

(1) Modificado, RD 1.289/91.

Cuatro. Cuando el titular de la participación sea una Entidad autorizada para emitir cédulas hipotecarias, la porción del crédito hipotecario incorporada a la participación se incluirá en la base de cómputo a que se refiere el artículo 59.1 de este Real Decreto, siempre que la participación no sea computable como activo de riesgo de la Entidad emisora de ésta, con arreglo al artículo 62.3 y que el crédito objeto de la participación resulte apto a efectos de cobertura.

Artículo sesenta y dos (1). *Prohibiciones.* Uno. Los créditos hipotecarios que garanticen la emisión de bonos hipotecarios no podrán ser objeto de participaciones hipotecarias.

Dos. Las Entidades con capacidad para emitir cédulas hipotecarias no podrán hacer participar en los créditos hipotecarios de su cartera ni transmitir participaciones que hayan adquirido, cuando por efecto de dichas transmisiones hubieran de resultar superados los límites establecidos en el artículo 59.

Tres. 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.

Artículo sesenta y tres. *Contenido.* Uno. La participación incorpora un porcentaje sobre el principal del crédito participado, porcentaje que será aplicable en cada momento para determinar el alcance económico del derecho de su titular.

Dos. El valor capital de la participación hipotecaria podrá concertarse libremente entre las partes en cualquier momento a lo largo de la vida del préstamo, si bien el plazo por el que se emite la participación y su tipo de interés no podrán ser superiores al plazo y tipo de interés de los préstamos hipotecarios que participan.

Tres. En el supuesto de que el crédito participado fuera reembolsado anticipadamente, la Entidad emisora deberá reembolsar la participación.

Cuatro (2).

Artículo sesenta y cuatro (1). *Menciones mínimas del título o escritura.* 1. Los títulos de las participaciones hipotecarias serán nominativos y en ellos constará, como mínimo:

Uno. Su designación específica y la indicación de su Ley reguladora, así como las posibles limitaciones a su circulación.

Dos. El capital inicial del crédito participado, su plazo y forma de amortización, los intereses que devengue y sus vencimientos, así como los datos de su inscripción en el Registro de la Propiedad.

Tres. El porcentaje que la participación incorpora sobre el crédito hipotecario, el plazo y forma de reembolso de aquélla, los intereses que devengue, sus ven-

cimientos, intereses de demora, en su caso, pactados y las demás condiciones de la participación.

Cuatro. Las circunstancias personales y el domicilio del partípe o partícipes.

Cinco. La obligación, a cargo de los sucesivos titulares de la participación, de notificar su adquisición a la Entidad emisora, así como su domicilio.

Seis. Los datos identificadores de la Entidad emisora, el sello de la misma, y la firma autógrafa de, al menos, uno de sus apoderados con poder de disposición sobre bienes inmuebles.

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 y de la participación y de sus intereses.

2. 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.

Artículo sesenta y cinco (1). *Acción ejecutiva.* Uno. La ejecución del crédito hipotecario participado corresponde a la Entidad emisora y al titular de la participación en los términos establecidos en el artículo 66.

Dos. Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, el titular de la participación hipotecaria tendrá acción ejecutiva contra la Entidad emisora para la efectividad de los vencimientos de la misma por principal e intereses, según el porcentaje de participación y lo establecido en la emisión, siempre que el incumplimiento de tal obligación no sea consecuencia de la falta de pago del deudor del préstamo hipotecario participado.

Artículo sesenta y seis (1). *Facultades del titular.* Si el incumplimiento fuera consecuencia de la falta de pago del deudor, el titular o titulares de las participaciones tendrán las siguientes facultades:

a) Compeler a la Entidad emisora para que inste la ejecución hipotecaria.

b) Concurrir en igualdad de derechos con el emisor, en la ejecución que éste siga contra el deudor, personándose a tal efecto en cualquier procedimiento de ejecución instado por aquél y participar en el producto del remate a prorrata de su respectivo porcentaje en el crédito ejecutado y sin perjuicio de que la Entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado en el préstamo y el acordado en la participación, cuando éste fuera inferior.

c) Si aquélla no inicia el procedimiento dentro de los sesenta días naturales desde la diligencia notarial de requerimiento de pago de la deuda, el titular de la participación quedará legitimado subsidiariamente para ejercitar la acción hipotecaria del crédito participado en

(1) Modificado, RD 1.289/91.

(2) Derogado, RD 1.289/91.

la cuantía correspondiente al porcentaje de su participación, tanto por principal como por intereses.

En este supuesto quedarán subsistentes la parte del crédito no participado y las participaciones no ejecutadas como cargas preferentes, entendiéndose que el rematante las acepta y queda subrogado en la responsabilidad de las mismas, sin destinarse a su pago y extinción el precio del remate.

d) En caso de paralización del procedimiento seguido por la Entidad emisora, el partícipe podrá subrogarse en la posición de aquélla y continuar el procedimiento.

En los casos previstos en las letras c) y d), el titular de la participación podrá instar del Juez competente la incoación o continuación del correspondiente procedimiento de ejecución hipotecaria, acompañando a su demanda el título original de la participación, 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 certificación registral y se indicará su fecha y la identidad del solicitante. Estas circunstancias se harán constar en la certificación expedida.

Artículo sesenta y siete. *Transmisión.* Uno. Las participaciones hipotecarias serán transmisibles mediante declaración escrita en el mismo título y, en general, por cualquiera de los medios admitidos en Derecho. La transmisión de la participación y el domicilio del nuevo titular deberán notificarse por el adquirente a la Entidad emisora.

Dos. El transmitente no responderá de la solvencia de la Entidad emisora ni de la del deudor del crédito participado, como tampoco de la suficiencia de la hipoteca que lo garantice.

Tres (1). La Entidad emisora llevará un libro especial en el que anotará las participaciones emitidas sobre cada crédito, así como las transferencias de las mismas que se le notifiquen, siendo de aplicación a las participaciones lo que para los títulos nominativos establece el artículo 53 de este Real Decreto. En el propio libro anotará los cambios de domicilio que le hayan sido notificados por los titulares de las participaciones.

En dicho libro constarán además los siguientes datos:

a) Fecha de apertura y vencimiento del crédito, importe inicial del mismo y forma de liquidación.

b) Datos registrales de la hipoteca.

Cuatro. Ninguna responsabilidad será imputable a la Entidad emisora que efectúe las notificaciones que estén a su cargo a la persona que figure en sus libros como último titular de la participación y en el domicilio de dicho titular que conste en aquéllos.

Artículo sesenta y ocho. *Extinción.* Uno. Extinguido el crédito hipotecario participado, el titular de las participaciones conservará acción contra el emisor hasta el cumplimiento de sus obligaciones, en cuyo momento procederá su rescate. Las participaciones hipotecarias se extinguirán por amortización o por inutilización de las que por cualquier causa obren en poder y posesión legítima de la Entidad emisora.

Dos. En su caso, al extenderse el asiento de cancelación del crédito hipotecario participado, para lo que bastará el pago al acreedor hipotecario o cualquier otra causa legal, se cancelará de oficio la nota marginal de emisión de participaciones.

El acta notarial de amortización o inutilización del título de participación en poder de la Entidad emisora será título para la cancelación de la afectación, bien total, bien parcial, respecto de los amortizados o inutilizados.

Artículo sesenta y nueve (1). *Seguro.* Las Entidades participantes en el mercado hipotecario podrán asegurar, además, el pago del principal e intereses de la participación mediante la contratación de un seguro a favor del partícipe para la cobertura del principal e intereses, y a cargo de la Entidad emisora.

## CAPITULO IV

### Régimen fiscal, financiero y de control

#### SECCION PRIMERA. REGIMEN FISCAL

Artículo setenta. *Impuestos directos.* Uno. Las emisiones de cédulas y bonos hipotecarios que incluyan el compromiso de incorporarlas al Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario, disfrutarán de todas las ventajas inherentes a la cotización calificada en Bolsa, siempre que se incorpore efectiva y produzca en el plazo de tres meses a partir del cierre del período de suscripción, y sin perjuicio de que su negociación y constancia en las actas y en los «Boletines Oficiales de Cotización» sean las que correspondan a su verdadera calificación bursátil.

Dos. La suscripción o, en su caso, la adquisición de cédulas y bonos hipotecarios admitidos a cotización en Bolsa, o cuya emisión incluya el compromiso de incorporación al Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario cumpliendo los requisitos del párrafo anterior, podrán beneficiarse de las deducciones por inversión en valores mobiliarios privados de renta fija, que con carácter general estén establecidas, o se establezcan en las leyes fiscales correspondientes (2).

Artículo setenta y uno. *Transmisiones patrimoniales.* Los actos de emisión, transmisión, reembolso y cancelación de las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias estarán exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

#### SECCION SEGUNDA. REGIMEN FINANCIERO

Artículo setenta y dos (1). *Inversiones.* Uno. Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias serán

(1) Modificado, RD 1.289/91.

(2) Redactado el artículo 70, según Real Decreto 1.623/85, de 28 de agosto, en cuya disposición transitoria dice que: «Las cédulas y bonos hipotecarios emitidos antes de la entrada en vigor de este Real Decreto podrán disfrutar de los beneficios a que se refiere el artículo 70, 1, antes citado, siempre que se solicite su incorporación al Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario en el plazo de tres meses a partir de la entrada en vigor de la presente disposición».



admitidos en las mismas condiciones que los valores cotizados en Bolsa para la composición de las inversiones que constituyen los fondos de reserva especiales, con adscripción de destino de las Empresas mercantiles.

En particular, serán admitidos:

a) En la constitución de las inversiones de las reservas técnicas de las Entidades de Seguro y Capitalización y Ahorro.

b) En la inversión de los recursos de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, Fondos de Pensiones u otras Entidades similares de inversión colectiva.

c) Para la inversión de cualesquiera fondos de reserva de Entidades financieras y no financieras que deban cumplir con obligaciones administrativas de inversión en valores de renta fija cotizados en Bolsa.

Dos. 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.

Artículo setenta y tres. *Calificación de los recursos.* Los recursos que capten las Entidades financieras a que se refiere el artículo dos punto uno de este Real Decreto, por la emisión de cédulas y bonos hipotecarios no serán computables como recursos ajenos a los efectos de los coeficientes de inversión obligatoria.

### SECCION TERCERA. CONTROL ADMINISTRATIVO

Artículo setenta y cuatro. *Inspección.* Uno. Corresponderá a la Inspección Financiera del Ministerio de Economía y Comercio el control e inspección del cumplimiento de todas las normas de esta Ley, cualquiera que sea la Entidad u operación a que se refiere su aplicación. Esta competencia se ejercerá sin perjuicio de las que en otras materias tienen atribuidas el Banco de España sobre disciplina e inspección de Entidades de crédito y ahorro por el Decreto-ley dieciocho/mil novecientos setenta y dos, de siete de junio, y la Ley treinta/mil novecientos ochenta, de veintiuno de junio, el Instituto de Crédito Oficial, por la Ley trece/mil novecientos setenta y uno, de diecinueve de junio, y otros órganos de la Administración en sus respectivas materias (1).

Dos. La Inspección Financiera comprobará especialmente:

— El cumplimiento de los requisitos necesarios por parte de las Entidades a que se refiere el artículo segundo de la Ley para su acceso al mercado hipotecario.

— La constitución, funcionamiento y cumplimiento de los requisitos legales por parte de las Sociedades de Crédito Hipotecario para su actuación en el mercado hipotecario.

— La adecuación de las condiciones y finalidad de las operaciones activas a lo establecido en la Ley y en el presente Real Decreto.

— La existencia de las garantías afectadas a las operaciones activas, así como la idoneidad de los bienes afectados y su adecuación a las normas legales reglamentarias.

— La vigilancia de la concurrencia de los requisitos documentales y registrales de los préstamos y títulos hipotecarios.

— La correcta aplicación de las normas de tasación de los bienes hipotecables por parte de los servicios correspondientes de las Entidades prestamistas y por las Entidades especializadas en tasación, así como del cumplimiento de los correspondientes requisitos formales de las mismas.

El respeto por parte de todas las Entidades operantes en el mercado de los límites y coeficientes de sus operaciones activas y pasivas fijados por la Ley o sus normas de desarrollo.

El correcto funcionamiento de los mercados secundarios de cédulas, bonos o participaciones hipotecarias, el cumplimiento por parte de los fondos de regulación del mercado de todos los requisitos legales requeridos, y el cumplimiento de los aranceles y tarifas correspondientes de los profesionales, Entidades y fedatarios actuantes en el mercado, salvo la competencia del Ministerio de Justicia.

Artículo setenta y cinco. *Colaboración.* La Inspección Financiera del Ministerio de Economía y Comercio para el ejercicio de las funciones de control e inspección establecidas en el artículo sesenta y nueve, podrá solicitar de las Entidades que operen o participen en el mercado hipotecario cuanta información con trascendencia económica o financiera, sea precisa para verificar el exacto cumplimiento de las normas legales y reglamentarias, y comprobar que en su funcionamiento y operaciones se ajustan a lo dispuesto en aquéllas.

Artículos setenta y seis a setenta y nueve (2).

## CAPITULO V

### El mercado secundario

#### SECCION PRIMERA. OPERACIONES

Artículo ochenta. *Modos de transmisión.* Los títulos hipotecarios serán transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público ni notificación al deudor. Cuando sean nominativos podrán transmitirse por declaración escrita en el mismo título.

Artículo ochenta y uno (3). *Admisión en Bolsa.* La admisión a negociación en las Bolsas de valores de los valores hipotecarios emitidos con arreglo a la Ley 2/1981, de 25 de marzo, y al presente Reglamento, se ajustará a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(1) Véase Orden de 29 de octubre de 1982.

(2) Derogados, Ley 26/88.

(3) Modificado, RD 1.289/91.

Artículo ochenta y dos (1). *Operaciones sobre valores hipotecarios propios.* Uno. Las Entidades emisoras a que hace referencia el artículo dos.uno de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, podrán comprar, vender y pignorar sus propios valores hipotecarios para regular el adecuado funcionamiento de su liquidez en el mercado. También podrán amortizar anticipadamente dichos valores siempre que hubiera transcurrido, al menos, un año desde la emisión de los mismos y por cualquier causa obren en poder y posesión legítima de la Entidad emisora.

Dos. Las operaciones de concesión de créditos sobre títulos emitidos sólo podrán realizarla de forma habitual las Entidades legalmente autorizadas para hacerlo.

El volumen de títulos hipotecarios propios que las citadas Entidades puedan mantener en cartera, sin limitaciones de permanencia, no podrán sobrepasar el 5 por 100 del total emitido.

El Ministerio de Economía y Hacienda podrá modificar este límite cuando la evolución de los mercados financieros lo aconseje (2).

Tres. En todo caso la Entidad respectiva publicará diariamente los precios a que esté dispuesta a comprar y vender sus propios títulos hipotecarios.

Cuatro (3).

Artículo ochenta y tres. *Limitaciones personales.* Las personas que ocupen los cargos de Presidente, Consejero o Administrador, Director general o asimilados de las Entidades que participen en el mercado hipotecario, así como sus cónyuges, ascendientes o descendientes, y las Sociedades en que dichas personas participen mayoritariamente en el capital o en las que desempeñen el cargo de Presidente, Consejero, Administrador, Director general o asimilado no podrán obtener créditos ni avales hipotecarios sometidos a la Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, de veinticinco de marzo, sin autorización expresa del Ministerio de Economía y Comercio, y sin perjuicio de la exigencia de las normas generales sobre incompatibilidades que contempla la legislación financiera.

Asimismo, las personas que sean titulares del capital de las citadas Entidades en un porcentaje superior al cinco por ciento del capital social, tampoco podrán obtener créditos o avales hipotecarios sometidos a la Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, sin el requisito que se menciona en el párrafo anterior.

Estas prohibiciones no serán aplicables a los créditos y avales hipotecarios concedidos por la Entidad para la adquisición de vivienda destinada a uso habitual.

## SECCION SEGUNDA. FONDOS DE REGULACION (4)

Artículo ochenta y cuatro. *Constitución.* Uno. Los fondos de regulación del mercado hipotecario podrán

constituirse por las Entidades emisoras a que hace referencia el artículo segundo de la Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, de veinticinco de marzo. La participación de las citadas Entidades se realizará mediante la suscripción de certificaciones de participación en el fondo, en un porcentaje del importe de las emisiones que realice, que será fijado por el Ministerio de Economía y Comercio. Cualquier Entidad emisora puede suscribir certificados de participación de varios fondos, pero por distintas emisiones.

Dos. La finalidad de los fondos de regulación será la de asegurar un grado suficiente de liquidez de los títulos hipotecarios mediante la compra y venta de los mismos en el mercado, así como conseguir mediante una adecuada distribución de los recursos la evolución estable de las cotizaciones.

Tres. Se constituirá un fondo de regulación de carácter público, cuya finalidad prioritaria será, mediante la consecución de los objetivos financieros, de asegurar la liquidez y la evolución estable de las cotizaciones de los títulos hipotecarios, fomentar la financiación de la construcción y adquisición de viviendas.

Artículo ochenta y cinco. *Activos.* Uno. Los activos de los fondos de regulación estarán constituidos por cédulas, bonos, participaciones hipotecarias y demás activos financieros aptos para la inversión de los fondos de inversión inmobiliaria.

Dos. El Ministerio de Economía y Comercio fijará, en función de las finalidades de la financiación hipotecaria, de las condiciones de los mercados financieros y de las directrices de la política monetaria, los porcentajes mínimos del activo de los fondos de regulación que deben colocarse en títulos hipotecarios, así como el porcentaje del coeficiente mínimo de liquidez que deben mantener, y los activos que pueden incluirse en el mismo.

Artículo ochenta y seis. *Gestión.* Uno. La dirección, administración y representación de los fondos de regulación se llevará a cabo por sociedades gestoras, que tendrán la forma de Sociedad Anónima y un capital mínimo de veinticinco millones de pesetas.

Dos. La Sociedad gestora del fondo de regulación de carácter público será promovida por el Banco Hipotecario de España, quien tendrá participación mayoritaria en el capital.

Tres. El Consejo de Administración de la Sociedad gestora del fondo de carácter público estará integrado por un número de Consejeros no inferior a siete ni superior a once. De ellos, tres serán designados por el Gobierno, a propuesta del Ministerio de Economía y Comercio, en razón de su competencia técnica en representación del Ministerio de Economía y Comercio, Banco de España e Instituto de Crédito Oficial.

Artículo ochenta y siete. *Custodia de valores.* La custodia de valores mobiliarios y activos financieros o efectivos que constituyan la cartera de los fondos de regulación deberá estar encomendada a una Entidad depositaria que podrá ser cualquiera de las Entidades financieras que menciona el artículo segundo de la Ley dos/mil novecientos ochenta y uno, de veinticinco de marzo, con posibilidad de participación en el mercado hipotecario, siempre que lo permita su Estatuto financiero específico.

(1) Modificado, RD 1.289/91.

(2) Redactado el punto dos según Real Decreto 1.623/1985, de 28 de agosto.

(3) Véanse Ordenes de 22 de junio y 5 de julio de 1982.

(4) Derogado, RD 1.289/91.

La Entidad depositaria del fondo de regulación de carácter público será el Banco Hipotecario de España.

Artículo ochenta y ocho. *Inscripción.* Uno. Los fondos de regulación deberán inscribirse en el Ministerio de Economía y Comercio, previa autorización por el mismo de sus Estatutos y Reglamentos.

Dos. La denominación de «Fondos de Regulación del Mercado Hipotecario» será privativo de las Instituciones inscritas en los Registros correspondientes.

La escritura pública de constitución del fondo de regulación que se otorgará por la Sociedad gestora y el depositario, contendrá el Reglamento de gestión del fondo y deberá ser inscrita en el Registro Mercantil.

Artículo ochenta y nueve. *Límites subjetivos y objetivos.* Uno. Los fondos de regulación deberán constituirse con un patrimonio mínimo de cien millones de pesetas y con un mínimo de diez Entidades emisoras de las que hace referencia el artículo segundo punto uno del presente Real Decreto o de Instituciones financieras que engloben como asociados un número de aquellas Entidades no inferior a diez.

Dos. Las aportaciones al capital podrán realizarse en dinero o títulos hipotecarios, con las limitaciones y en los plazos que determine el Ministerio de Economía y Comercio.

Tres. Para el fondo de regulación de carácter público en el que podrán participar, además de las Entidades oficiales de crédito, los restantes emisores privados, no regirá el límite del número mínimo de Entidades.

Artículo noventa. *Regulación fiscal.* El régimen fiscal de fondo de regulación de carácter público será el mismo que las disposiciones vigentes establecen para los fondos de inversión mobiliaria, reguladas por el Decreto-ley de treinta de abril de mil novecientos sesenta y cuatro y disposiciones complementarias.

Los restantes fondos de regulación podrán solicitar acogerse a los beneficios fiscales que se contemplan en la legislación vigente para los fondos de inversión mobiliaria, previo cumplimiento de los requisitos y condiciones que se exigen para su concesión.

Artículo noventa y uno. *Acceso al mercado monetario.* Los fondos de regulación del mercado hipotecario tendrán acceso al mercado monetario en las condiciones que determine el Ministerio de Economía y Comercio a propuesta del Banco de España.

Artículo noventa y dos. *Régimen de precios.* Uno. Los fondos de regulación, con el período de validez que determinen, anunciarán el precio a que están dispuestos a comprar y vender títulos hipotecarios, menos o más el margen que previamente habrán comunicado al Ministerio de Economía y Comercio y hecho público.

Dos. Sin perjuicio de otros sistemas de contratación, cuando los títulos estén admitidos a cotización oficial, los fondos no podrán realizar operaciones en condiciones más desfavorables que las que resulten de las posiciones de oferta y demanda que se manifiesten en el mercado.

A este efecto las Juntas Sindicales de las Bolsas publicarán diariamente las posiciones de oferta y demanda existentes.

En todo caso, las Entidades emisoras y los fondos podrán también anunciar el número de títulos o el importe máximo que están dispuestos a adquirir o vender.

Artículo noventa y tres. *Reglamento.* En el Reglamento del fondo habrán de especificarse necesariamente: a) las normas de valoración de los activos; b) las condiciones y procedimientos de suscripción y reembolso de participaciones; c) la determinación de los resultados y su distribución, y d) la dotación a reservas. Asimismo, deberá consignarse expresamente la admisión de lo que sobre tales materias pueda disponer el Ministerio de Economía y Comercio.

Artículo noventa y cuatro. *Normas subsidiarias.* Sobre los restantes extremos del funcionamiento de los fondos de regulación, se aplicarán subsidiariamente las normas sobre los fondos de inversión mobiliaria, que se contienen en el Decreto-ley de treinta de abril de mil novecientos setenta y cuatro y disposiciones complementarias, en cuanto sean aplicables por su naturaleza.

## DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera. Sin perjuicio de que por el Ministerio de Economía y Comercio, en relación con los Agentes mediadores, y por el de Justicia, respecto a Notarios y Registradores, respectivamente, se lleve a efecto la revisión de sus aranceles por su intervención en las operaciones de movilización del crédito hipotecario a que se refiere la Ley, los derechos que deban percibir con arreglo a su arancel respectivo, por la intervención o autorización de dichas operaciones, se reducirán en un veinticinco por ciento.

Segunda (1). 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.

Tercera. Uno. Los facultativos, con categoría de Inspectores-Tasadores en activo, de los servicios de tasación del Banco Hipotecario de España, continuarán facultados para realizar los informes de tasación y firmar los certificados a que se refiere el artículo treinta y siete punto tres de este Real Decreto.

Dos. En consecuencia no será necesaria, a los efectos de la disposición transitoria segunda, la convalidación de las tasaciones anteriormente realizadas por el Banco Hipotecario de España.

## DISPOSICION ADICIONAL (1)

Se autoriza a los Ministerios de Justicia y de Economía y Hacienda, en la esfera de sus respectivas competencias, a dictar las normas complementarias y de desarrollo del presente Real Decreto.

(1) Modificado, RD 1.289/91.

## LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (BOE, 27 de diciembre) (\*)

La disposición transitoria cuarta de la Ley sesenta y uno/mil novecientos setenta y ocho, de veintisiete de diciembre, del Impuesto de Sociedades obligó al Gobierno a remitir a las Cortes Generales un proyecto de Ley sobre Instituciones de Inversión Colectiva. Esta obligación, impuesta en una norma fiscal, tiene su fundamentación en consideraciones tanto de orden puramente fiscal como de orden estrictamente financiero.

En efecto, desde el punto de vista fiscal, la nueva regulación de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de las sociedades ha modificado el tradicional régimen fiscal de que gozaban las sociedades y fondos de inversión mobiliaria, planteando la necesidad de su adaptación a los principios que inspiran la reforma fiscal.

De otro lado, desde el punto de vista financiero, es de destacar que la legislación española hoy vigente en esta materia no responde a las exigencias de un sistema financiero moderno. Las normas relativas a los fondos de inversión mobiliaria y sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo no permiten una determinación suficientemente libre de las instituciones, estando su actuación coartada por una rígida regulación en aspectos accesorios de su funcionamiento, por lo que se tienen instituciones homogéneas y no diversas, como sería de desear. Asimismo, las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable, previstas en el Decreto-ley siete/mil novecientos sesenta y cuatro, de treinta de abril, no han sido objeto de desarrollo porque los principios contenidos en su artículo sexto no convienen a un normal desenvolvimiento de su actividad y peculiaridades.

La reforma del sistema financiero ha perseguido y pretende una actuación libre de las instituciones en el mercado compatible con la seguridad de los inversores, a la vez que fomenta y facilita las relaciones de complementariedad entre los diversos mercados y activos financieros. Por ello, la actividad de las instituciones de inversión colectiva no se limita a los valores mobiliarios tradicionales, sino que se amplía a toda la gama de activos financieros que se negocian en mercados habituales, oficiales o reconocidos, estableciendo las normas adecuadas para que las instituciones puedan especializarse o adoptar objetivos y pautas de actuación compatibles con sus apreciaciones en orden a rentabilidad y riesgo.

Al mismo tiempo, al ampliarse las instituciones con las sociedades de capital variable, se abarca toda la gama de posibilidades de liquidez y gestión por parte de los inversores. Gestión propia, a través de los órganos propios, en las sociedades. Gestión de terceros, basada en la confianza, en los fondos. Liquidez a precio fijo, con cargo al propio patrimonio, en los fondos. Liquidez a precio variable, según el mercado, en las sociedades de capital variable; y, en ambos casos, sin que el patrimonio esté afecto directamente a la liquidez.

(\*) Corrección errores, BOE, 4 de agosto 1992. Con las modificaciones introducidas por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria (BOE, 14 de julio 1992).

De otro lado, el principio de seguridad de los inversores exige el establecimiento de una normativa básica que haga posible la regulación de las instituciones de inversión colectiva no tipificadas en una fórmula concreta; de ahí que se prevea su sometimiento a las normas generales relativas a las instituciones reguladas en la Ley.

No puede, por último, ignorarse la existencia de un importante cuerpo jurídico elaborado en las legislaciones propias de los países europeos y cristalizada después en el derecho de la Comunidad Económica Europea. Tal derecho comunitario constituye un elemento de reflexión para el desarrollo de las propias normas en materia de regulación de las instituciones de inversión colectiva.

### TITULO PRELIMINAR

#### Artículo primero.—*Ambito de aplicación*

Uno. A los efectos de la presente Ley, serán consideradas como instituciones de inversión colectiva las reguladas en su articulado y aquellas que, cualquiera que sea su objeto, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad.

En ningún caso tendrán la consideración de instituciones de inversión colectiva los bancos, Cajas de Ahorro, cooperativas de crédito, entidades de financiación, de seguros y demás instituciones financieras sujetas a una regulación especial.

Dos. Las instituciones de inversión colectiva pueden ser de dos clases: de carácter financiero, que se caracterizan porque tienen como actividad principal la inversión o gestión de activos financieros, tales como dinero, valores mobiliarios, pagarés, letras de cambio, certificados de depósito y cualesquiera otros valores mercantiles, y de carácter no financiero, que operan principalmente sobre activos de otra naturaleza.

### TITULO PRIMERO

#### Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero

#### CAPITULO PRIMERO

#### Disposiciones comunes

#### Artículo segundo.—*Tipos de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero*

Uno. Son de carácter financiero las instituciones de inversión colectiva siguientes:

- a) Las sociedades de inversión mobiliaria.
- b) Los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de inversión en activos del mercado monetario.

c) Las demás cuyo objeto principal sea la inversión o gestión de activos financieros, en las condiciones y con los límites señalados en el número uno del artículo primero.

Dos. Las sociedades de inversión mobiliaria, de capital fijo o variable, son aquellas sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración, en general, y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades.

Los fondos de inversión mobiliaria 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 del dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y constituidos con el exclusivo objeto de tener la finalidad prevista en el párrafo precedente mediante la realización de las operaciones en él mencionadas, sin participación mayoritaria económica o política en ninguna sociedad.

Los fondos de inversión en activos del mercado monetario son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, administrados por una sociedad gestora a quien se atribuyen las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, constituidos con el exclusivo objeto de la adquisición, tenencia, disfrute, administración, en general, y enajenación de activos financieros a corto plazo del mercado monetario, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y tipos de rendimiento.

#### Artículo tercero.—*Domicilio*

Las instituciones de inversión colectiva reguladas en esta Ley, así como sus gestores y depositarios, deberán estar domiciliados en territorio español.

#### Artículo cuarto.—*Normas generales sobre las inversiones*

Uno. Las instituciones de inversión colectiva no podrán tener más de un 10 por 100 de su activo en acciones, participaciones, obligaciones o títulos-valores, en general, emitidos por otras instituciones de inversión colectiva. No obstante, no podrán formar parte del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria y de inversión en activos del mercado monetario certificados de participación en otros fondos.

Dos. La inversión en títulos emitidos o avalados por una misma entidad no podrá exceder, en su valor nominal, del 5 por 100 correspondiente a los títulos en circulación de aquélla, salvo en los casos excepcionales que se establezcan reglamentariamente en atención a circunstancias de interés para la economía nacional o en supuestos ajenos a la voluntad de la institución y sin que pueda exceder el límite del 10 por 100.

Tres. El importe efectivo de dicha inversión tampoco podrá exceder del 5 por 100 del activo de la institución, salvo que sus Estatutos o Reglamentos lo permitan de

forma expresa y en ellos se especifique que no puede sobrepasar por emisor el 10 por 100 de aquel activo. En cualquier caso, el importe total de las inversiones en los emisores en los que se supere el 5 por 100 no excederá del 40 por 100 del activo de la institución.

Cuatro. Las limitaciones contenidas en los números dos y tres de este artículo no serán de aplicación a los títulos emitidos o avalados por el Estado y las Comunidades Autónomas o, en su caso, las entidades públicas extranjeras y organismos internacionales que se determinen reglamentariamente.

Cinco. El activo de las instituciones de inversión colectiva no podrá estar integrado en más de un 25 por 100 por títulos emitidos por sociedades pertenecientes a un mismo grupo.

Los Estatutos o Reglamentos de cada institución podrán establecer, como tope, un porcentaje superior identificando expresa y precisamente a la sociedad madre, dominante o individualizadora del grupo. En ningún caso podrán establecerse o autorizarse límites por encima del 25 por 100 con carácter genérico o indeterminado.

Seis. A los efectos de esta Ley, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las sociedades que constituyan una unidad de decisión, porque cualquiera de ellas controle directa o indirectamente a las demás. Existe control de una sociedad, dominada, por otra, dominante, cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias:

a) La dominante posea la mayoría de votos o del capital de la dominada.

b) La dominante, en virtud de acuerdos expresos con otros accionistas o socios cooperadores de la dominada, o con la propia dominada, o en virtud de los Estatutos de ésta, tenga, en relación con los órganos de gobierno de la entidad dominada, derechos iguales a los que ostentaría de tener la mayoría de los derechos de voto de los accionistas o socios de la dominada.

c) La dominante tenga en el capital de la dominada una participación no inferior al porcentaje que reglamentariamente establezca el Gobierno y ésta esté sometida a la dirección única de aquélla. Se presume, salvo prueba en contrario, que existe dirección única cuando al menos la mitad más uno de los consejeros de la dominada sean consejeros o altos directivos de la dominante o de otra dominada por ésta.

A los derechos de la dominante se añadirán los que posea a través de otras entidades dominadas o de personas que actúen por cuenta de la entidad dominante o de otras dominadas.

#### Artículo quinto.—*Publicidad de participaciones significativas*

La participación de cualquier socio o partícipe en porcentaje igual o superior al 25 por 100 del capital social desembolsado o, en su caso, del patrimonio de una Institución de inversión colectiva deberá hacerse pública en los términos previstos en el artículo octavo de esta Ley.

La participación que en la sociedad gestora ostente cualquier persona o grupo, en porcentaje superior al 25 por 100 del capital social desembolsado, deberá ser hecha pública en la forma prevista en el párrafo anterior.

Para el cómputo de las participaciones se tendrán en cuenta las correspondientes a los miembros del consejo de administración y directores de las sociedades, sean directas o indirectas, en los mismos términos que los establecidos para la información bursátil.

La ocultación de la existencia de situaciones de participación en los porcentajes significativos en las sociedades de capital fijo determinará que el socio responsable quede obligado a aceptar la oferta de venta que le formule cualquier otro socio referida a sus acciones, por el valor liquidativo que tuviesen las acciones al comienzo de dicha situación. Este derecho caducará a los tres meses de la publicación, en la forma establecida anteriormente, de la situación de participación significativa.

*Artículo sexto.—Operaciones con los administradores o gestores*

Las personas o entidades que tengan encomendada la gestión y administración de instituciones de inversión colectiva no podrán comprar ni vender para sí mismas, ni directamente ni por persona interpuesta, sus inversiones financieras ni ningún otro elemento de sus activos.

Sin embargo, los administradores o consejeros de las sociedades de inversión mobiliaria y, en su caso, de sus gestores y de las sociedades gestoras de fondos, podrán adquirir para sí los activos financieros contratados en los mercados a que se refiere el artículo siguiente, siempre que el precio sea el de cotización oficial o, en su caso, el más ventajoso para la institución.

Las mismas normas se aplicarán a los administradores o consejeros de los depositarios.

En las instituciones que sean sociedades, la junta general podrá autorizar operaciones concretas de las contenidas en el párrafo primero.

*Artículo séptimo.—Condición general de las operaciones sobre valores mobiliarios cotizados y otros activos financieros*

Cuando se trate de valores u otros activos financieros admitidos a cotización oficial o con un mercado organizado de funcionamiento regular abierto al público o, al menos, a las instituciones financieras, las instituciones de inversión colectiva deberán efectuar sus transacciones en ellos y actuarán de tal modo que incidan de forma efectiva en los precios con la concurrencia de ofertas y demandas plurales, salvo que las operaciones se realicen en condiciones más favorables para las instituciones.

En todo caso, podrán concurrir a las subastas de deuda pública con peticiones de cualquier clase.

*Artículo octavo.—Registro, autorización, información y denominación exclusiva*

Uno. Quienes pretendan constituir una institución de inversión colectiva deberán obtener del Ministerio de

Economía y Hacienda autorización previa del proyecto de Estatuto o Reglamento en lo que se refiere a las materias reguladas específicamente en esta Ley.

La Administración deberá resolver, en el plazo de seis meses, mediante resolución motivada, entendiéndose, en caso contrario, que el proyecto presentado ha sido aprobado. Si la resolución de la Administración fuere denegatoria de la autorización solicitada, deberá expresar los defectos u omisiones que, a su juicio, deberán ser subsanados en el proyecto de Estatuto o Reglamento.

Dos. En el Registro Mercantil se inscribirán, conforme al Código de Comercio, las escrituras de constitución de sociedades mercantiles que tengan la condición de institución de inversión colectiva o desempeñen funciones de gestores o depositarios y, asimismo, las escrituras de constitución de los fondos.

A cada fondo se abrirá una hoja de inscripción. Será primer asiento el correspondiente a la escritura de constitución y contendrá los extremos que ésta deba expresar. Se aplicarán las normas legales y reglamentarias que regulen el Registro Mercantil y los principios que inspiran la inscripción de sociedades mercantiles.

Tres. Una vez inscritas en el Registro Mercantil las instituciones de inversión colectiva, así como los gestores y depositarios, adquirirán su carácter de tales para el ejercicio legítimo de las actividades comprendidas en esta Ley, mediante la autorización que conceda para ello el Ministerio de Economía y Hacienda y la inscripción de la misma en los registros administrativos de instituciones de inversión colectiva y de sus gestores y depositarios. La inscripción se realizará conforme a lo que disponga el Reglamento.

En general, las modificaciones en el contrato constitutivo, en los Estatutos o en el Reglamento de la institución de inversión colectiva quedarán sujetas a lo establecido en este número y en los dos anteriores. Sin embargo, el cambio de domicilio social y el aumento de capital social no necesitarán autorización administrativa, sino que solamente deberán ser notificados al Ministerio de Economía y Hacienda para su constancia en los registros administrativos.

Cuatro. Las instituciones de inversión colectiva deberán publicar en la forma que reglamentariamente se determine, para su difusión entre los socios, partícipes y público en general, un folleto, una memoria anual y cuatro informes trimestrales a fin de que sean públicamente conocidas todas las circunstancias cuya consideración pueda influir en la apreciación del valor del patrimonio, situación financiera, resultados y perspectivas de la institución, así como de su regularidad jurídica, financiera y económica.

El folleto deberá contener información sobre la naturaleza y características de las acciones o participaciones, condiciones de mercado, emisiones y reembolsos, normas sobre determinación y distribución de resultados y demás relativas a la estructura de la institución, su actividad y relación con sus socios o partícipes. El folleto se actualizará cuando sea necesario para que su información esté al día y comprenderá el Estatuto o Reglamento de la institución, salvo que éste se distribuya como anejo.

La memoria anual contendrá, al menos, las especificaciones mínimas correspondientes a las de las socie-

dades o entidades cuyos títulos estén admitidos a cotización oficial, adaptándose su contenido a las peculiaridades de las instituciones.

Los informes trimestrales comprenderán la información necesaria para actualizar el contenido de la memoria anual y, en especial, el relativo al activo de la institución, su financiación, ingresos y costes del período.

Cinco. Asimismo, las instituciones deberán facilitar la información que les sea requerida por la Administración al objeto de facilitar su control de conformidad con el artículo treinta y uno de esta Ley.

Seis. En todo caso, la información a que se refieren los números cuatro y cinco anteriores, así como la de los hechos relevantes para la institución, que se publicarán de forma inmediata, serán verificadas por los expertos en la forma establecida en el artículo treinta y uno de esta Ley.

Para su conocimiento y efectos, la información a que se refieren los números citados se depositará, con carácter previo, en el Ministerio de Economía y Hacienda.

Siete. Las denominaciones «Institución de inversión colectiva», «Sociedad de inversión», «Sociedad de inversión mobiliaria», «Fondo de inversión», «Fondo de inversión mobiliaria», «Fondo de inversión en activos del mercado monetario» o «Fondo de dinero» y «Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva», así como sus siglas respectivas, serán privativas de las instituciones inscritas en los registros correspondientes.

## CAPITULO II

### **Sociedades y fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario**

#### SECCION PRIMERA.—DISPOSICIONES GENERALES

Artículo noveno.—*Capital o patrimonio y número de accionistas o partícipes*

Uno. El capital social de las sociedades de inversión mobiliaria estará representado en acciones que tendrán igual valor nominal y conferirán los mismos derechos.

Las participaciones en fondos de inversión tendrán iguales características y podrán representarse en certificados nominativos sin valor nominal o de otra manera en que conste de modo cierto la titularidad del partícipe o en la forma que reglamentariamente se determine.

El capital mínimo desembolsado de las sociedades de inversión mobiliaria será de doscientos millones de pesetas y el patrimonio de los fondos será, como mínimo, de quinientos millones de pesetas en los fondos de inversión mobiliaria y de mil quinientos millones de pesetas en los fondos de inversión en activos del mercado monetario.

Cuando los títulos de dichas instituciones hayan sido ya admitidos a cotización oficial, el capital y patrimonio mínimos fijados no sufrirán alteración alguna, aunque con posterioridad se señalen otros superiores para que

los títulos de las referidas instituciones puedan ser admitidos a cotización oficial en Bolsa.

Las aportaciones para la constitución del capital o patrimonio se realizarán exclusivamente en dinero, valores mobiliarios admitidos a cotización oficial o en los demás activos financieros aptos para cubrir sus coeficientes de inversión y liquidez.

Dos. El número de accionistas de las sociedades de inversión mobiliaria no podrá ser inferior al que sea necesario para la admisión y permanencia de las acciones en cotización oficial. Igual límite mínimo regirá para los partícipes en los fondos de inversión.

Tres. Cuando por circunstancias del mercado, o por el obligado cumplimiento de esta Ley, o de las prescripciones de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, el patrimonio o el capital de las instituciones de inversión colectiva, o el número de sus accionistas o partícipes, descendieren de los mínimos establecidos en este artículo, dichas instituciones gozarán del plazo de un año durante el cual podrán continuar operando como tales. Dentro de dicho plazo deberán, bien llevar a efecto la reconstitución del capital o del patrimonio y del número de accionistas o partícipes, bien decidir su disolución, o bien acordar la exclusión del registro administrativo correspondiente, con las consiguientes modificaciones estatutarias y de su actividad. Transcurrido dicho plazo se cancelará la inscripción en los registros especiales de las instituciones de inversión colectiva, si dicha inscripción subsistiere, salvo que se hubiere consolidado por reconstitución patrimonial o personal.

Artículo diez.—*Inversión mínima y liquidez. Depósito y pignoración*

Uno. Estas instituciones de inversión colectiva tendrán, al menos, el 90 por 100 de su activo, invertido, en las proporciones que se establezcan reglamentariamente, en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en Bolsa y otros activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente, de funcionamiento regular o que, por su vencimiento a corto plazo y por las garantías de su realización, puedan asimilarse a efectivo. La inversión en valores mobiliarios y otros activos financieros extranjeros se regulará por las normas especiales y se computará dentro del indicado porcentaje.

Dos. El Reglamento de esta Ley establecerá en relación con las sociedades de capital variable, fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario, los coeficientes de liquidez que deban mantener, así como su cobertura. En todo caso, el activo no sujeto al coeficiente establecido en esta Ley estará invertido en bienes, valores o derechos adecuados al cumplimiento del fin propio de estas instituciones, que en las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo podrá comprender valores no cotizados, si así figura en sus Estatutos.

Tres. Los valores u otros activos que integren la cartera no podrán pignorar ni constituir garantía de ninguna clase y, en su caso, deberán estar depositados bajo la custodia de los depositarios regulados en la pre-

sente Ley. No obstante, podrán ser objeto de operaciones de opción o préstamo bursátiles con las cautelas que se establezcan reglamentariamente.

*Artículo once.—Obligaciones frente a terceros*

Uno. Las obligaciones frente a terceros no podrán exceder del 20 por 100 del activo. No se tendrán en cuenta, a estos efectos, los débitos contraídos en la compra de activos financieros en el período de liquidación de la operación.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, las instituciones de capital o patrimonio variable no podrán endeudarse salvo para resolver dificultades transitorias de tesorería y por un plazo no superior al que se establezca reglamentariamente, hecho que deberá publicarse de acuerdo con el artículo octavo.

Dos. Las instituciones de inversión colectiva no podrán admitir depósitos ni cuentas corrientes de valores o efectivo.

SECCION SEGUNDA.—SOCIEDADES DE INVERSION  
MOBILIARIA DE CAPITAL FIJO

*Artículo doce.—Principios generales*

Uno. En la denominación de la sociedad deberá figurar necesariamente la indicación de Sociedad de inversión mobiliaria, siendo sus siglas «SIM».

Dos. Las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo se regirán por lo establecido en esta Ley, en lo no previsto en ella, por la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Tres. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores y promotores, reguladas en los artículos doce y treinta de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Cuatro. La gestión de los activos se realizará por los órganos de la sociedad. Si los Estatutos sociales contuviesen previsión al efecto, la Junta general podrá acordar que la gestión de los activos de la sociedad se encomiende a un tercero, en quien concurra la cualidad de gestor, conforme a las disposiciones de esta Ley. Este acuerdo deberá ser inscrito en el Registro Mercantil y en el registro especial correspondiente.

*Artículo trece.—Comisión de Control de Gestión y Auditoría*

Uno. Las cuentas anuales y el informe de gestión de las sociedades de inversión mobiliaria deberán ser controlados por personas físicas o jurídicas independientes, que tengan la oportuna habilitación administrativa como auditores, de acuerdo con lo establecido en el artículo treinta y uno de esta Ley.

Dos. Los Estatutos de las Sociedades preverán la existencia, normas de constitución y funcionamiento de una Comisión de Control de Gestión y Auditoría, formada por un número par de accionistas no presentes en el Consejo de Administración, elegidos por la Junta gene-

ral, de modo que se garantice la presencia de los intereses minoritarios en la forma que establezca el Reglamento de esta Ley. Sus funciones principales serán procurar el conocimiento de la situación económico-financiera por todos los accionistas y el nombramiento, por mayoría, de los auditores que vayan a intervenir en la verificación de las cuentas, teniendo la facultad de requerir al Consejo de Administración la convocatoria de la Junta general en los términos previstos en el artículo cincuenta y seis de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, bien lo acuerden por mayoría, bien por unanimidad.

Reglamentariamente se determinarán las normas generales mínimas relativas a su constitución, funcionamiento y funciones.

Tres. A estas sociedades no les serán de aplicación los artículos ciento ocho, ciento nueve y ciento diez de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

*Artículo catorce.—Balance, cuentas de resultados y distribución*

Uno. Los administradores de la sociedad están obligados a formular, en los tres primeros meses de cada ejercicio, el balance, con la cuenta de pérdidas y ganancias, la propuesta de distribución de resultados y el informe de gestión. El ejercicio social termina el 31 de diciembre de cada año.

Dos. La determinación de los resultados se hará en la forma prevista en la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad, en lo que no se opongan a la presente Ley. Cuando los mismos procedan de la venta de los activos financieros a que se refiere el artículo séptimo de esta Ley, el valor o precio de coste de los vendidos podrá ser calculado según los sistemas de coste medio ponderado o de indentificación de partidas, manteniéndose el criterio de imputación elegido a lo largo de, por lo menos, tres ejercicios completos.

Los activos financieros figurarán en el balance a precio no superior a la cotización media del último mes del ejercicio, y los que puedan asimilarse a efectivo, según el artículo diez, a un precio no superior a su valor según los criterios que se establezcan reglamentariamente.

Tres. Los resultados del ejercicio determinados con arreglo a los números anteriores se distribuirán conforme a lo dispuesto en el Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas y en los Estatutos de las sociedades, pero en ninguna forma podrán distribuirse las plusvalías no realizadas. A estos efectos no supone distribución de resultados la entrega de acciones liberadas con cargo a los mismos, sin perjuicio del régimen fiscal correspondiente.

SECCION TERCERA.—SOCIEDADES DE INVERSION  
MOBILIARIA DE CAPITAL VARIABLE

*Artículo quince.—Características básicas*

Uno. Son sociedades de inversión mobiliaria de capital variable aquellas cuyo capital correspondiente a las



acciones en circulación es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital estatutario máximo y del inicial fijado, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones en los términos establecidos en el artículo siguiente, sin necesidad de acuerdo de la Junta general.

Dos. Estas sociedades deberán adoptar necesariamente forma anónima y se regirán por lo establecido en esta sección, aplicándoseles en lo no previsto las normas relativas a las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo y, en su defecto, la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Tres. En la escritura de constitución de la sociedad y en sus Estatutos, además de los requisitos establecidos en el artículo once de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas y los que resulten de esta Ley, se expresarán:

- a) La denominación de la sociedad, en la que deberá figurar necesariamente la indicación de sociedad de inversión mobiliaria de capital variable, en siglas, «SIMCAV».
- b) El objeto social, circunscrito exclusivamente a las actividades enumeradas en el artículo segundo de esta Ley.
- c) El capital inicial, que no podrá ser inferior al mínimo establecido en el artículo noveno de esta Ley.
- d) El capital estatutario máximo, expresando el número de acciones en que esté dividido y el valor nominal de las mismas.
- e) El compromiso de cumplir cuantos requisitos le sean exigidos para la admisión y permanencia de sus acciones en la cotización oficial.
- f) La designación de un depositario autorizado.

Cuarto. El capital inicial deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde el momento de la constitución de la sociedad. El capital estatutario máximo no podrá superar en más de diez veces el capital inicial.

Cinco. Sólo funcionarán como sociedades de capital variable mientras permanezcan inscritas en el registro administrativo correspondiente y sus acciones estén admitidas con efectos plenos en la cotización oficial.

Seis. Las acciones representativas del capital estatutario máximo que no estén suscritas o las que posteriormente haya adquirido la sociedad se mantendrán en cartera hasta que sean puestas en circulación por los órganos gestores en la forma que se establece en el artículo dieciséis; las acciones en cartera deberán estar en poder del depositario.

Siete. El título de la acción deberá expresar necesariamente, además de los requisitos del artículo cuarenta y tres de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, el capital inicial y el capital estatutario máximo.

Ocho. El ejercicio de los derechos incorporados a las acciones en cartera quedará en suspenso hasta que éstas hayan sido suscritas y desembolsadas.

Nueve. No se podrán emitir obligaciones o títulos similares, salvo lo establecido en el artículo once, uno, de esta Ley. En ningún caso podrán ser convertibles en acciones.

Diez. La disminución del capital inicial y el aumento o disminución del estatutario máximo deberán acordarse por la Junta general, con los requisitos establecidos por la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Once. Los accionistas no gozarán del derecho preferente de suscripción en la emisión o puesta en circulación de las nuevas acciones, incluso en las creadas en el supuesto de aumento del capital estatutario máximo. Las acciones deberán ponerse en circulación conforme a lo dispuesto en el artículo siguiente.

#### Artículo dieciséis.—*Requisitos de funcionamiento*

Uno. La sociedad comprará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, en las Bolsas o Bolsines Oficiales de Comercio, bien en la contratación normal, bien mediante ofertas públicas de adquisición o subastas bursátiles. Ambas modalidades operativas tendrán lugar siempre que el precio de la adquisición o venta de sus acciones sea respectivamente inferior o superior a su valor teórico determinado, conforme se dispone en este artículo.

Cuando la diferencia entre dicho valor teórico y la cotización oficial sea superior al 5 por 100 de aquél, la sociedad deberá intervenir necesariamente comprando o vendiendo sus acciones según la cotización de las mismas sea inferior o superior a su precio teórico según balance. Para asegurar la efectividad de esta característica esencial de su funcionamiento, el Gobierno podrá establecer, según la coyuntura bursátil, la obligación de intervenir en el mercado con diferencias distintas a la citada del 5 por 100.

A efectos de lo establecido en este número, la sociedad podrá poner en circulación acciones a precio inferior a su valor nominal y no les será aplicable el artículo cuarenta y siete de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Dos. El valor teórico de la acción es el que resulta de dividir el valor del patrimonio de la sociedad por el número de acciones en circulación. A estos efectos, los activos financieros de la sociedad se valorarán al precio bursátil del día anterior o su equivalente. Reglamentariamente se determinarán los criterios para la valoración de los activos financieros no contratados en los mercados mencionados en el artículo séptimo, así como los criterios de periodificación de las valoraciones del resto de los activos.

Tres. Los resultados que sean imputables a la adquisición y venta de sus propias acciones sólo podrán repartirse cuando el patrimonio, valorado de conformidad con el número anterior, sea superior al capital social desembolsado.

Cuatro. La sociedad deberá reducir obligatoriamente el capital desembolsado, reduciendo el valor nominal de sus acciones en circulación, cuando el patrimonio social

hubiere disminuido por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital suscrito, siempre que haya transcurrido un año sin que se haya recuperado el patrimonio. En igual proporción se reducirá el valor nominal de las acciones en cartera.

Cinco. Si, por cualquier causa, resultaren las acciones excluidas de cotización en Bolsa, bien por voluntad de la sociedad o por decisión de una junta Sindical, la sociedad garantizará al accionista que pretenda realizar sus acciones el reintegro del valor teórico de éstas correspondiente al último mes de cotización a través del mecanismo de una oferta pública dirigida a todos los accionistas.

#### SECCION CUARTA.—FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA

##### Artículo diecisiete.—*Constitución, garantía y responsabilidad*

Uno. El fondo se constituirá mediante la efectiva puesta en común de los bienes que integren su patrimonio.

El contrato deberá formalizarse en escritura pública, en la que necesariamente se expresará:

a) La denominación del fondo, que deberá ir seguida, en todo caso, de la expresión «fondo de inversión mobiliaria», en siglas, «FIM».

b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades enumeradas en el artículo segundo de esta Ley.

c) El patrimonio del fondo en el momento de su constitución.

d) El nombre y domicilio de la sociedad gestora y del depositario.

e) El Reglamento de gestión del fondo, con las especificaciones mínimas que se establezcan reglamentariamente, entre ellas, necesariamente:

— El plazo de duración del fondo, que podrá ser ilimitado.

— La política de inversiones.

— Características de los certificados representativos de las participaciones y procedimiento de emisión y reembolso.

— Normas para la dirección, administración y representación del fondo.

— Determinación de resultados y su distribución.

— Requisitos para la modificación del contrato y del Reglamento de Gestión, sustitución de la sociedad gestora y depositario y conversión del fondo en sociedad.

— Normas para la disolución y liquidación del fondo.

Dos. La escritura de constitución del fondo será otorgada por la sociedad gestora y por el depositario y se inscribirá en el Registro Mercantil y en el Registro Especial Administrativo en la forma que establece el artículo octavo de esta Ley.

Tres. La sociedad gestora y el depositario podrán ser autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda, antes de la constitución del fondo, y en la forma en que

reglamentariamente se determine, para llevar a cabo una suscripción pública de participaciones.

La captación pública de recursos se realizará con los requisitos necesarios para asegurar los intereses de los suscriptores, futuros partícipes, debiéndose depositar el importe de las suscripciones en cuenta especial a nombre de los aportantes, abierta en la entidad depositaria.

Transcurrido un año desde la autorización sin que el fondo se haya constituido, se procederá a la devolución a sus titulares de los depósitos existentes con sus rendimientos.

En el procedimiento de suscripción pública de participaciones, la sociedad gestora y el depositario responderán frente a los partícipes y terceros en la forma establecida en los artículos veintiocho y veintinueve de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

Cuatro. Los acreedores del fondo no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes, cuya responsabilidad se limita a sus aportaciones.

El patrimonio del fondo no responderá por las deudas de los partícipes, gestores o depositarios.

##### Artículo dieciocho.—*Inversión del patrimonio*

Los fondos de inversión mobiliaria tendrán invertido al menos el 80 por 100 de su activo en valores mobiliarios de renta fija o variable cotizados en Bolsa y en títulos emitidos o avalados por el Estado y las Comunidades Autónomas, sin perjuicio del cumplimiento de los coeficientes establecidos en el artículo diez, uno, de esta Ley.

El resto de sus recursos estará invertido en activos financieros y efectivo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo diez de esta Ley.

##### Artículo diecinueve.—*Administración*

La dirección y administración de los fondos de inversión mobiliaria se regirá por lo dispuesto en el Reglamento de Gestión de cada fondo, debiendo recaer necesariamente en las sociedades gestoras reguladas en esta Ley.

En ningún caso podrán impugnarse por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos realizados por la entidad gestora con terceros en el ejercicio de las atribuciones que les correspondan, conforme al artículo segundo de esta Ley.

La custodia de sus valores mobiliarios, activos financieros y efectivo deberá estar encomendada a los depositarios a que se refiere el artículo veintiocho de esta Ley.

##### Artículo veinte.—*Emisión y reembolso de participaciones*

Uno. El patrimonio del fondo estará dividido en participaciones, que tendrán iguales características, y

podrán representarse en certificados nominativos sin valor nominal o de otra forma en que conste de modo cierto la titularidad del partícipe en la forma que reglamentariamente se determine. Estas participaciones confieren a sus titulares, en unión de los demás partícipes, un derecho de propiedad sobre el fondo.

Dos. El valor de cada participación será el que resulte de dividir el patrimonio del fondo, valorado en la forma prevista en el artículo veintiuno, por el número de participaciones en circulación.

Tres. El número de participaciones no estará limitado, y aumentará o disminuirá a medida que aumente o disminuya el fondo en virtud de la suscripción o reembolso de las participaciones.

Cuatro. La gestora estará obligada a emitir y reembolsar participaciones en el fondo a solicitud de cualquier interesado, con los límites y en la forma y condiciones que se establezcan reglamentariamente.

El Ministerio de Economía y Hacienda podrá suspender temporalmente, incluso a petición de la sociedad gestora, la suscripción o el reembolso de participaciones cuando no sea posible la determinación de su precio o concurra otra causa de fuerza mayor.

Cinco. La suscripción y reembolso de las participaciones se harán por su precio, que se fijará diariamente mediante la resta y suma al valor determinado, conforme al número dos de este artículo, de los descuentos reglamentariamente autorizados a favor del fondo y las comisiones de la gestora que el Reglamento de Gestión del fondo determine.

Seis. Las participaciones en el fondo estarán representadas por certificados, que podrán ser emitidos de forma individualizada, o bien mediante oferta pública, y serán adquiridos o reembolsados por cuenta del mismo con cargo a sus propios activos.

Siete. No será precisa la intervención de agente mediador colegiado ni de notario en la suscripción y reembolso de las participaciones.

#### Artículo veintiuno.—*Valoración del patrimonio, distribución de resultados*

Uno. El valor del patrimonio del fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos las cuentas acreedoras. Los activos se valorarán a los cambios del último día bursátil anterior a aquel a que se refiere la valoración o del equivalente para otros activos financieros. No obstante, el solo efecto de determinar el precio de las participaciones, podrán valorarse al del mismo día o siguiente bursátil o equivalente, si así está previsto en el Reglamento de Gestión del fondo.

Dos. Los resultados serán la consecuencia de deducir de la totalidad de los rendimientos obtenidos por el fondo la comisión de la gestora y los demás gastos previstos en el Reglamento de cada fondo, entre los que se incluyen los gastos de custodia y auditoría. A estos efectos, el valor o precio de coste de los activos vendidos podrá ser calculado según los sistemas de coste medio ponderado o de identificación de partidas, manteniéndose el criterio de imputación elegido a lo largo de, por lo menos, tres ejercicios completos.

Los períodos de su determinación, así como su distribución, se ajustarán a lo previsto en el Reglamento de Gestión del fondo en lo que no se oponga a las normas que se dicten en el desarrollo de esta Ley.

Tres. No podrán distribuirse en ninguna forma las plusvalías no realizadas. A estos efectos no constituye distribución de resultados la entrega gratuita de participaciones en el fondo.

#### Artículo veintidós.—*Comisiones*

Las sociedades gestoras podrán percibir de los fondos una comisión de gestión como remuneración a sus servicios. Esta comisión se fijará en el Reglamento de Gestión de cada fondo en función del patrimonio de los rendimientos del mismo o de ambas variables y no podrá exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes establezca el Reglamento de esta Ley, que asimismo fijará el importe máximo global de gastos y comisiones que los gestores y depositarios puedan percibir en las operaciones de suscripción, reembolso y depósito de títulos.

#### Artículo veintitrés.—*Disolución y liquidación*

El fondo quedará disuelto, abriéndose el período de liquidación, por el vencimiento del término señalado en el contrato, por acuerdo de la sociedad gestora y el depositario, cuando el fondo fue constituido por tiempo indefinido, como consecuencia del incumplimiento de los preceptos de esta Ley, cuando así esté dispuesto, y por las causas que se establezcan en su Reglamento de Gestión.

La liquidación del fondo se realizará por la sociedad gestora con el concurso del depositario y previo el cumplimiento de los requisitos de publicidad y garantías que el Reglamento de esta Ley establezca.

### SECCION QUINTA.—FONDOS DE INVERSION EN ACTIVOS DEL MERCADO MONETARIO

#### Artículo veinticuatro.—*Legislación aplicable y denominación exclusiva*

Uno. Los fondos de inversión en activos del mercado monetario se regirán por las disposiciones establecidas en esta sección y, en su defecto, por las mismas normas que los fondos de inversión mobiliaria.

Dos. Su denominación deberá ir seguida, en todo caso, de la expresión «fondo de inversión en activos del mercado monetario», siendo sus siglas «FIAMM».

#### Artículo veinticinco.—*Inversión del patrimonio*

El patrimonio de estos fondos estará invertido en valores de renta fija con cotización calificada en las Bolsas Oficiales de Comercio, en Deuda del Estado, del Tesoro y de las Comunidades Autónomas, activos emitidos por el Banco de España y en los demás activos

financieros que, por su vencimiento a corto plazo y por las garantías de su realización, puedan asimilarse a efectivo.

No podrán formar parte del patrimonio de estos fondos, acciones, obligaciones convertibles o que otorguen derecho a participar en ampliaciones de capital ni activos con plazos pendientes de amortización o reembolso superior al que reglamentariamente se establezca.

*Artículo veintiséis.—Valoración del patrimonio e imputación de resultados*

Uno. El valor del patrimonio del fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos las cuentas acreedoras. Los activos se estimarán utilizando los criterios de valor de amortización y precio de mercado, en la forma que reglamentariamente se determine, habida cuenta del plazo de amortización y sus características intrínsecas.

Dos. Diariamente la sociedad gestora determinará el valor del patrimonio del fondo y de las participaciones, conforme a lo establecido en el apartado anterior. La comisión de gestión se devengará diariamente y no podrá exceder de los límites que reglamentariamente se establezcan.

### CAPITULO III

#### **Gestores y depositarios de instituciones de inversión colectiva**

*Artículo veintisiete.—Requisitos de los gestores y depositarios*

Uno. Los gestores de instituciones de inversión colectiva deberán ser sociedades anónimas que reunirán los siguientes requisitos:

a) Tendrán, en todo caso, unos recursos propios de cincuenta millones de pesetas, aumentados en el 5 por 1.000 del valor real del patrimonio administrado que no exceda de diez mil millones de pesetas, y un 3 por 1.000 de exceso sobre dicha cifra, salvo que presten garantía suficiente para completarlos hasta dicho importe. Estos recursos se mantendrán en situación de fácil realización.

Los recursos propios que excedan de los mínimos anteriores podrán ser invertidos libremente. Sólo podrán acudir al crédito para financiar activos de libre disposición y con un límite máximo del 20 por 100 del patrimonio. En ningún caso podrán emitir obligaciones, pagarés ni efectos, ni dar en garantía o pignorar los activos en que se materialicen los recursos propios mínimos a que se refiere el párrafo anterior.

Lo dispuesto en este apartado no será de aplicación a los gestores de activos a que se refiere el artículo doce, cuatro, de esta Ley.

b) Las acciones serán nominativas.

c) Tendrán como objeto social exclusivo la administración y representación de instituciones de inversión colectiva y la gestión por cuenta ajena de patrimonios,

el asesoramiento en materias financieras y la intervención de la colocación de emisiones públicas y privadas.

d) Entre sus órganos de gobierno figurará un Consejo de Administración.

Dos. También podrán ser gestores las sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados inscritas en el correspondiente registro, siempre que cumplan los requisitos de capital, auditoría, información y demás que establece la presente Ley.

Reglamentariamente se determinarán las condiciones en que pueda contratarse con entidades domiciliadas fuera del territorio nacional la administración de los activos extranjeros, adquiridos conforme a la legislación de control de cambios.

Tres. Podrán ser depositarios los Bancos, Cajas de Ahorros, Cooperativas de Crédito, Colegios de Agentes Mediadores y Sociedades instrumentales de Agentes mediadores colegiados inscritas en el correspondiente Registro Mercantil.

Reglamentariamente se determinarán las condiciones en que podrá realizarse el depósito de valores extranjeros.

Cuatro. Cada institución de inversión colectiva tendrá un solo depositario. Nadie podrá ser simultáneamente gestor y depositario de una misma institución de inversión colectiva, salvo en los supuestos en que, con carácter provisional, se admita esta posibilidad en desarrollo de los artículos veintiocho y treinta y dos de esta Ley.

*Artículo veintiocho.—Sustitución de gestores y depositarios*

Uno. La sociedad gestora y el depositario podrán solicitar su sustitución como tales, cuando así lo estimen pertinente, mediante escrito presentado al Ministerio de Economía y Hacienda por ambos y la nueva Sociedad gestora o nuevo depositario que se declaren dispuestos a aceptar tales funciones, interesando la correspondiente autorización. En ningún caso podrán la Sociedad gestora y el depositario renunciar al ejercicio de sus funciones mientras no se hayan cumplido los requisitos y trámites para la designación de sus sustitutos.

Dos. El procedimiento concursal de la sociedad gestora o del depositario no produce de derecho la disolución de la institución de inversión colectiva administrada o custodiada, pero aquéllos cesarán en la gestión o custodia del fondo, iniciándose los trámites para la sustitución de la gestora o del depositario en la forma que se fije reglamentariamente.

Tres. La sustitución de la sociedad gestora o del depositario de fondos de inversión mobiliaria, así como los cambios que se produzcan en el control de los mismos, conferirán a los partícipes un derecho de separación o reintegro que podrán ejercitar en la forma y plazos que establezcan los respectivos Reglamentos de Gestión. A tal efecto, la sustitución y cambio referidos deberán ser comunicados a los partícipes con la publicidad y en el plazo que establezca el Reglamento de esta Ley.

*Artículo veintinueve.—Obligaciones y responsabilidades*

Uno. Las sociedades gestoras y los depositarios actuarán, en interés de los partícipes, en las inversiones y patrimonios que administren o custodien. Los depositarios ejercerán, además, la función de vigilancia y garantía ante los partícipes y accionistas, en los términos establecidos en esta Ley, velando para que la gestión realizada por las sociedades gestoras e instituciones de inversión colectiva se ajuste a las disposiciones legales y reglamentarias.

Dos. Las sociedades gestoras y los depositarios serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que se causaren a aquéllos por el incumplimiento de sus respectivas obligaciones legales y reglamentarias. La sociedad gestora y el depositario están obligados a exigirse esta responsabilidad en nombre de los partícipes en la inversión o patrimonio administrados.

#### CAPITULO IV

##### **Otras instituciones de inversión colectiva de carácter financiero**

*Artículo treinta.—Legislación aplicable*

Las instituciones de inversión colectiva financiera no tipificadas en esta Ley en las que concurran las circunstancias definitorias del artículo primero quedarán sujetas a lo dispuesto en los capítulos I y V, así como en los artículos diez y once de la misma, extendiéndose a todos sus activos la obligación de depósito establecida en el número tres de dicho artículo diez.

#### CAPITULO V

##### **Verificación contable y régimen sancionador**

*Artículo treinta y uno.—Verificación contable e inspección*

Uno. Una vez al año, la comprobación y verificación de los documentos contables y de información de las instituciones de inversión colectiva se realizarán siguiendo las normas de auditoría y verificación, generalmente aceptados por expertos o sociedades de expertos con la cualificación profesional que corresponda, que cumplan los requisitos de independencia, inscripción y prestación de garantía y se sometan al régimen de control que a los solos efectos de esta Ley se establezca por el Gobierno.

La fijación reglamentaria de los requisitos de independencia tendrá en cuenta el porcentaje máximo de ingreso que el experto puede percibir de una sola firma; la prohibición de tenencia de acciones o participaciones de las instituciones y cuantas circunstancias puedan suponer dependencia directa o indirecta de las mismas o de entidades y sociedades relacionadas con las instituciones. En todo caso, los expertos harán constar en su auditoría que no se dan en ellos circunstancias que, según las leyes y su propio juicio, supongan relación de dependencia.

La cuantía de las garantías depositadas, así como los avales o seguro de responsabilidad exigible, estarán en relación con la que se pueda derivar de su actuación.

Dos. Corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda la inspección de las instituciones reguladas en esta Ley y la vigilancia del cumplimiento de las obligaciones en ella establecidas, en cuanto no estén expresamente atribuidas a otros Departamentos u Organismos.

##### *Artículo treinta y dos.—Infracciones y sanciones*

Uno. Las infracciones se clasifican, de acuerdo con su respectiva trascendencia, en tres categorías: leves, graves y muy graves. La reincidencia en una misma infracción, dentro de un período de tres ejercicios, determinará que se califique con arreglo a la categoría inmediata superior. No obstante, en las infracciones leves sólo se entenderá que hay reincidencia cuando la misma infracción se cometa tres veces en un mismo ejercicio o seis veces dentro del período de tres ejercicios.

Dos. Son infracciones leves los hechos que impliquen meros retrasos en el cumplimiento de obligaciones de carácter formal o incumplimiento de escasa trascendencia de normas de carácter sustantivo, siempre que no lesionen, o lo hicieran levemente, los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta consideración:

a) La remisión, fuera de los plazos fijados reglamentariamente, de la información que las Instituciones y sus gestores han de rendir, de acuerdo con lo preceptuado en el artículo octavo de esta Ley.

b) La demora en la publicación de la información que, de conformidad con el mismo artículo, han de difundir entre los socios, partícipes y público en general.

c) La llevanza de la contabilidad, de acuerdo con criterios distintos de los expresados en los artículos catorce, veintiuno y veintiséis de esta Ley.

d) (1) El exceso de inversión sobre los coeficientes establecidos en el artículo 4.º, o los que se fijen al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, siempre que tengan carácter transitorio y no exceda del 20 por 100 de los límites legales.

e) La negligencia leve en el desempeño de las funciones de auditoría.

f) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en esta Ley, en la de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, en disposiciones reglamentarias o en los estatutos o reglamentos de gestión de las instituciones, siempre que, por su naturaleza, no deba calificarse como infracción grave o muy grave.

Tres. Son infracciones graves aquellas que signifiquen incumplimiento de obligaciones formales o de normas de carácter sustantivo cuando la acción u omisión ponga en peligro cierto y grave o lesione gravemente

(1) Nueva redacción, Ley 19/1992, de 7 de julio.

los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta consideración:

a) La falta de remisión de la información a que se refiere el artículo octavo de esta Ley.

b) La falta de publicación de la información a los socios partícipes y público prevista en el mismo precepto.

c) (1) El exceso de inversión sobre los coeficientes del artículo 4.º, o los que se establezcan reglamentariamente al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, cuando la infracción no deba calificarse como leve.

d) (1) El exceso en las limitaciones impuestas en el artículo 11 a las obligaciones frente a terceros, o las que se fijen reglamentariamente, conforme a lo dispuesto en el artículo 33.

e) El incumplimiento de la obligación de depósito establecida en el artículo diez.

f) El cobro de comisiones de gestión con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos en esta Ley, en sus disposiciones reglamentarias y en los estatutos o reglamentos de las instituciones.

g) El incumplimiento de lo preceptuado en el artículo cuarto, cinco.

h) (1) El incumplimiento del coeficiente de inversión mínima de los artículos 10 y 18, o el que se establezca al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, cuando la falta de inversión tenga carácter transitorio y no supere el 20 por 100 del mismo.

i) La negligencia grave en el ejercicio de las funciones de auditoría.

j) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en esta Ley, en la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, en las disposiciones reglamentarias o en los estatutos o reglamentos de las instituciones que, por su naturaleza, no deba calificarse como infracción leve o muy grave.

Cuatro. Son infracciones muy graves las acciones u omisiones, cualquiera que sea su naturaleza, que, quebrantando la legislación, pongan en gravísimo peligro o lesionen muy gravemente los intereses de los accionistas, partícipes y terceros o desvirtúen el objeto de las instituciones. Tienen esta consideración:

a) La omisión o falsedad en la contabilidad y en la información que se debe facilitar o publicar, de conformidad con esta Ley.

b) La inversión, en cualesquiera activos distintos de los autorizados legalmente.

c) El incumplimiento de la obligación de verificación contable establecida en el artículo treinta y dos.

d) El incumplimiento de la prohibición de pignoración impuesta en el artículo diez, tres, y la realización de operaciones de opción o préstamo bursátiles con infracción de la cautelas fijadas reglamentariamente.

(1) Nueva redacción, Ley 19/1992, de 7 de julio.

e) (1) El incumplimiento del coeficiente de inversión mínima de los artículos 10 y 18, o el que se establezca reglamentariamente al amparo de lo dispuesto en el artículo 33, cuando no deba calificarse como infracción grave.

f) La adquisición de acciones propias en las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo, salvo lo previsto en el artículo cuarenta y siete de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas.

g) La compraventa de las propias acciones en las sociedades de capital variable y la emisión y reembolso de participaciones con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos por esta Ley, sus disposiciones complementarias y los estatutos y reglamentos de gestión de las instituciones.

h) La utilización de las denominaciones y siglas reservadas por esta Ley a las instituciones de inversión colectiva por entidades o personas no inscritas en los correspondientes registros y la realización por éstas de actividades reservadas a dichas instituciones, sin perjuicio, en ambos casos, de las responsabilidades de otro orden en que hubieran podido incurrir.

i) La resistencia y negativa a la inspección establecida en el artículo treinta y uno, dos.

j) La falsedad u omisión dolosa en los informes de la auditoría.

k) La realización de operaciones con incumplimiento de las limitaciones establecidas en el artículo sexto.

l) (1) El incumplimiento de los plazos de permanencia de las inversiones fijados en los artículos 34 bis 4 y 35 bis 4 de la presente Ley.

ll) (2) El incumplimiento por parte de las sociedades gestoras que actúen en el marco de la presente Ley de las obligaciones en materia de valoración de inmuebles que se establezcan en desarrollo de lo preceptuado en el artículo 33 de la presente Ley.

m) (3) El incumplimiento de las demás obligaciones y prohibiciones establecidas en esta Ley. En la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, en disposiciones reglamentarias y en los estatutos y reglamentos de gestión de las instituciones cuando, por su naturaleza, no deba calificarse como infracción leve o grave.

Cinco. Las sanciones serán:

a) Para las infracciones leves, amonestación privada y multa hasta el diez por ciento de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta quinientas mil pesetas.

b) Para las infracciones graves, amonestación pública, suspensión temporal de administradores y multa hasta el treinta por ciento de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta diez millones de pesetas; y

c) Para las infracciones muy graves, suspensión definitiva de administradores, multa hasta el cincuenta

(2) Añadido por la Ley 19/1992, de 7 de julio.

(3) Anterior apartado l), Ley 19/1992, de 7 de julio.

por ciento de la infracción si ésta es cifrable o, en otro caso, hasta veinticinco millones de pesetas, exclusión temporal o definitiva de los registros especiales y, en su caso, ingreso en el Tesoro del importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que se hubiera disfrutado con los intereses de demora correspondientes. La calificación de una infracción como muy grave llevará consigo, con independencia de cualquiera de las anteriores sanciones, la amonestación pública del administrador o administradores responsables de la misma.

Sólo serán aplicables a los auditores las sanciones de amonestación privada y exclusión temporal y definitiva del Registro.

Las sanciones se impondrán a las personas responsables de las correspondientes infracciones. Las sanciones pecuniarias que se impongan conjuntamente a los componentes de órganos colegiados se prorratearán entre los responsables; en caso de insolvencia total o parcial de éstas responderá subsidiariamente la sociedad.

Seis. Serán órganos competentes para la imposición de sanciones el director general del Tesoro y Política Financiera, el ministro de Economía y Hacienda y el Consejo de Ministros. Cuando tales sanciones sean pecuniarias, el primero podrá imponer multas de hasta diez millones de pesetas; el segundo, de hasta veinticinco millones de pesetas; corresponde la imposición de las que sean superiores a esta cifra al Consejo de Ministros. En las sanciones no pecuniarias corresponderá al director general del Tesoro y Política Financiera imponer las de amonestación, privada y pública, y la exclusión y suspensión temporales de auditores y administradores; al ministro de Economía y Hacienda corresponderá la imposición de las sanciones de exclusión o suspensión definitivas de auditores y administradores y la exclusión temporal de los correspondientes registros de las entidades gestoras, depositarias y de las instituciones de inversión colectiva. La exclusión definitiva de estos registros especiales corresponderá al Consejo de Ministros.

Siete. El procedimiento sancionador será el del capítulo II del título VI de la Ley de Procedimiento Administrativo. No obstante, la amonestación privada y las sanciones pecuniarias inferiores a cien mil pesetas podrán imponerse, previa audiencia del interesado, en expediente sumario. Toda denuncia obligará a acordar la instrucción de expediente de información reservada, salvo que sea manifiestamente infundada o de mala fe, sin perjuicio de acordar lo procedente en este caso.

## TITULO II

### Instituciones de inversión no financieras

Artículo treinta y tres.—*Régimen jurídico* (1).

Uno. Las Instituciones de Inversión Colectiva no financieras que se creen al amparo de la presente Ley se ajustarán en su constitución y modificación a lo dispuesto en el artículo 8.

Dos. A las presentes Instituciones les será de aplicación el régimen general previsto en el Título anterior, y en particular lo dispuesto en los artículos 31, 32 y 32 bis.

Tres. El principio de diversificación de riesgos contenido en el artículo 2.2 de la presente Ley, desarrollado por el artículo 4, se adaptará reglamentariamente a la naturaleza y tipo de inversiones de estas Instituciones.

Cuatro. Asimismo, en la determinación de su régimen jurídico se podrán establecer reglamentariamente, entre otras, especialidades en materia de criterios de valoración, obligaciones frente a terceros, constitución de derechos de garantía sobre activos o bienes integrantes de su patrimonio y suscripción y reembolso de participaciones.

Cinco. Las denominaciones que reglamentariamente se fijen para las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero serán privativas de las inscritas en los registros correspondientes.

Seis. En los supuestos de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, ni los socios o partícipes de las citadas Instituciones ni las personas vinculadas con ellos podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo o el patrimonio de las mismas, ni ser titulares de otros derechos sobre los mismos distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes.

Siete. Tratándose de Fondos de Inversión Inmobiliaria, los bienes y derechos de su titularidad podrán ser inscritos a su nombre en el Registro de la Propiedad.

## TITULO III

### Régimen fiscal de las sociedades y fondos de inversión

Artículo treinta y cuatro.—*Sociedades de inversión mobiliaria*

Uno. Las sociedades de inversión mobiliaria que no tengan sus títulos representativos del capital admitidos a cotización oficial en Bolsa tributarán por el Impuesto sobre Sociedades en la forma prevista en la legislación vigente.

Dos. Las sociedades de inversión mobiliaria cuyos títulos representativos de capital tengan cotización oficial en Bolsa, calificada o no, tendrán el siguiente régimen especial de tributación en la imposición sobre la renta:

a) El tipo de gravamen en el Impuesto sobre Sociedades será el trece por ciento.

b) Tendrán derecho a la deducción establecida en el número dos del artículo veinticuatro de la Ley sesenta y uno/mil novecientos setenta y ocho, de 27 de diciembre.

c) Los dividendos que distribuyan, en todo caso, estarán sometidos a retención.

Asimismo darán derecho a la deducción establecida en el artículo veintinueve de la Ley cuarenta y cuatro/mil novecientos setenta y ocho, de 8 de septiembre, por razón de los dividendos de sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

(1) Nueva redacción, Ley 19/1992, de 7 de julio

Cuando el perceptor sea una persona jurídica tendrá derecho a igual deducción que la referida en el párrafo anterior, sin que en ningún caso le resulten aplicables las deducciones recogidas en los números uno y dos del artículo veinticuatro de la Ley sesenta y uno/mil novecientos setenta y ocho, de veintisiete de diciembre.

d) Para la determinación de los incrementos y disminuciones de patrimonio, derivados de la enajenación de valores mobiliarios, serán aplicables a estas sociedades las normas sobre cálculo de valores que en cada momento estén vigentes en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

El régimen establecido en este apartado resultará provisionalmente aplicable a las sociedades de inversión mobiliaria de nueva creación, condicionadamente a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el Registro especial, sean admitidos a cotización oficial en Bolsa los títulos representativos de su capital.

Tres. (1) Las operaciones de constitución, aumento de capital y la fusión de Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo cuyo capital esté representado por valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores, quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Cuatro. En los casos de exclusión de la cotización oficial de las sociedades de inversión mobiliaria a que se refiere el apartado tercero de este artículo, la pérdida del régimen fiscal especial se entenderá referida a la fecha en que se produzca efectivamente dicha exclusión.

Artículo treinta y cuatro bis.—*Régimen fiscal de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria* (1)

Uno. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras tengan por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento, tendrán el mismo régimen de tributación previsto en los números 2 y 3 del artículo anterior para las Sociedades de Inversión Mobiliaria, con independencia de que coticen o no en Bolsa de Valores. Asimismo, la adquisición por dichas Sociedades de viviendas destinadas a arrendamiento gozará de una bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, sin perjuicio de las condiciones que reglamentariamente puedan establecerse.

Dos. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras tengan por objeto social exclusivo la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, y además, las viviendas representen, al menos, el 50 por 100 del total del activo, tendrán el mismo régimen fiscal que el previsto en el número anterior de este artículo, salvo las siguientes especialidades:

a) El tipo de gravamen en el Impuesto de Sociedades será del 7 por 100.

b) La bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados se limitará a la adquisición de viviendas destinadas a arrendamiento.

Tres. La exclusividad del objeto a la que se refieren los números anteriores será compatible con la cobertura por las Sociedades de los distintos coeficientes de liquidez o de inversión en valores que reglamentariamente se establezcan.

Cuatro. La aplicación del régimen fiscal contemplado en los números anteriores requerirá que los bienes inmuebles que integren el activo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria no se enajenen hasta que no hayan transcurrido cuatro años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Cinco. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras tengan un objeto social distinto al previsto en los números anteriores tributarán conforme al régimen general previsto en la legislación fiscal vigente.

Seis. Si las disposiciones reglamentarias que desarrollen el régimen jurídico aplicables a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria consintieran excepcionalmente la aportación a éstas de inmuebles u otros derechos, para la determinación del incremento o disminución de patrimonio que se produzca respecto del socio aportante, a efectos del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se tomará como valor de la transmisión el que resulte de la comprobación administrativa del valor de los bienes o derechos aportados, de acuerdo con lo previsto en el artículo 52 de la Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria.

Artículo treinta y cinco.—*Fondos de inversión*

Uno. El régimen establecido en el artículo anterior será asimismo aplicable a los fondos de inversión con las siguientes particularidades:

a) Los resultados que distribuyan, en todo caso, estarán sometidos a retención.

Asimismo, darán derecho a la deducción establecida en el artículo veintinueve de la Ley cuarenta y cuatro/mil novecientos setenta y ocho, de ocho de septiembre, por razón de los dividendos de sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

Cuando el perceptor sea una persona jurídica tendrá derecho a igual deducción que la referida en el párrafo anterior, sin que, en ningún caso, le resulten aplicables las deducciones recogidas en los números uno y dos del artículo veinticuatro de la Ley sesenta y uno/mil novecientos setenta y ocho, de veintisiete de diciembre.

b) En los casos de reembolso de participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso y el de adquisición tendrá en el partícipe la consideración de incremento o disminución patrimonial, por tanto, sometida a retención, pero dará derecho a la aplicación de la deducción a que se refiere la letra a) anterior.

(1) Nueva redacción, Ley 19/1992, de 7 de julio.



c) En los supuestos de transmisión por los partícipes de participaciones distintas del señalado en la letra b) precedente, se aplicará el régimen general de los incrementos y disminuciones patrimoniales, sin derecho a la aplicación de deducción alguna por tal concepto.

Dos. Los partícipes en los fondos de inversión en activos del mercado monetario no tendrán derecho a la deducción por inversión en valores mobiliarios establecida en el artículo veintinueve, h), de la Ley cuarenta y cuatro/mil novecientos setenta y ocho, de ocho de septiembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Tres. La constitución, transformación en otro tipo de institución de inversión colectiva y modificación de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable y de los fondos de inversión gozarán de exención en el Impuesto General sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Artículo treinta y cinco bis.—*Régimen fiscal de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (1)*

Uno. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento tendrán el mismo régimen de tributación previsto en el artículo anterior para los Fondos de Inversión. Asimismo, la adquisición de viviendas destinadas a su arrendamiento por los Fondos, en virtud de cualquier título, gozará de una bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, sin perjuicio de las condiciones que reglamentariamente puedan establecerse.

Dos. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto exclusivo la inversión en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, y además, las viviendas representen, al menos, el 50 por 100 del total del activo tendrán el mismo régimen fiscal que el previsto en el número anterior de este artículo, salvo las siguientes especialidades:

a) El tipo de gravamen en el Impuesto sobre Sociedades será del 7 por 100.

b) La bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados se limitará a la adquisición de viviendas destinadas a arrendamientos.

Tres. La exclusividad del objeto a la que se refieren los números anteriores será compatible con la cobertura por los Fondos de los distintos coeficientes de liquidez o de inversión en valores que reglamentariamente se establezcan.

Cuatro. La aplicación del régimen fiscal contemplado en los números anteriores requerirá que los bienes inmuebles que integren el activo de los Fondos de Inversión Inmobiliaria no se enajenen hasta que no hayan transcurrido cuatro años desde su adquisición, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización

expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Cinco. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan un objeto distinto al previsto en los números anteriores, tributarán conforme al régimen general previsto en la legislación vigente fiscal.

Seis. Si las disposiciones reglamentarias que desarrollen el régimen jurídico aplicable a los Fondos de Inversión Inmobiliaria consintieran, excepcionalmente, la aportación a éstos de inmuebles u otros derechos, para la determinación del incremento o disminución de patrimonio que se produzca respecto del partícipe aportante, a efectos del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se tomará como valor de la transmisión el que resulte de la comprobación administrativa del valor de los bienes o derechos aportados, de acuerdo con lo previsto en el artículo 52 de la Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria.

Siete. La gestión de Fondos de Inversión Inmobiliaria estará exenta del Impuesto del Valor Añadido.

#### TITULO IV

##### Sociedades gestoras de patrimonio

Artículo treinta y seis.—*Registro, obligaciones y régimen sancionador*

Uno. Las sociedades mercantiles que tengan por objeto social exclusivo o principal la gestión y administración de carteras de valores mobiliarios y demás activos financieros por cuenta de terceros, el asesoramiento en materias financieras y la intervención en la colocación de emisiones públicas y privadas podrán solicitar su inscripción en el Registro administrativo de sociedades gestoras de patrimonio.

Esta denominación, así como sus siglas «SGP», serán privativas de las entidades que consten en el mismo.

Dos. La relación de sus socios habrá de ser conocida públicamente, teniendo, en su caso, sus acciones carácter nominativo. Las personas que tengan encomendada su dirección, gestión o representación no podrán realizar funciones similares en las entidades cuyos títulos formen parte de las carteras y patrimonios administrados por las sociedades gestoras, salvo que sometan esta circunstancia al régimen de publicidad que se establezca reglamentariamente.

Tres. Las sociedades gestoras habrán de publicar una memoria anual que contenga la información que reglamentariamente se determine sobre su situación económico-financiera, su composición personal, las tarifas a cobrar por los servicios que se ofrezcan de modo general, el volumen del patrimonio administrado o asesorado y el número de clientes. Sus documentos contables y de información deberán ser objeto de comprobación y verificación en la forma prevista en el artículo treinta y uno de esta Ley.

Cuatro. Las infracciones a las obligaciones impuestas a las sociedades inscritas en el Registro se clasifi-

(1) Nueva redacción, Ley 19/1992, de 7 de julio.

can en leves y graves. Son infracciones leves el incumplimiento de los plazos fijados reglamentariamente para la publicación de la memoria anual y para la realización de la verificación contable. Son infracciones graves la falta de publicación de la citada información y la no realización de la verificación de la contabilidad.

Sólo les serán aplicables las sanciones de amonestación privada o pública y exclusión, temporal o definitiva, del Registro especial. Los órganos competentes para su imposición serán los mencionados en el artículo treinta y dos, tres.

## DISPOSICIONES FINALES

*Primera.*—En el plazo de seis meses el Gobierno, a propuesta del Ministerio de Economía y Hacienda, aprobará el Reglamento de esta Ley.

*Segunda.*—A partir de la entrada en vigor de la presente Ley, que se producirá el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, quedarán derogados la Ley de veintiséis de diciembre de mil novecientos cincuenta y ocho sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y los artículos primero a diecisiete del Decreto-ley siete/mil novecientos sesenta y cuatro, de treinta de abril.

*Tercera.*—Los porcentajes, coeficientes y límites de capital y patrimonio fijados en esta Ley podrán ser modificados por el Gobierno, a propuesta del Ministerio de Economía y Hacienda, cuando concurren circunstancias de carácter financiero que lo aconsejen o vengan exigido por la incorporación de España a organismos internacionales. Los requisitos de capital o patrimonio mínimos podrán reducirse por el Gobierno cuando la baja del índice bursátil promedio de un año sea igual o superior al veinticinco por ciento y en proporción análoga. Aquéllos deberán ser repuestos hasta su cuantía primitiva cuando el índice bursátil se recupere en forma significativa.

## DISPOSICIONES TRANSITORIAS

*Primera.*—Las sociedades y fondos de inversión mobiliaria que a la entrada en vigor de la presente Ley estén inscritos en los registros administrativos como tales dispondrán del plazo máximo de un año, contado a partir de la entrada en vigor del Reglamento de la misma, para adaptarse a sus exigencias, sin devengo de tributo alguno que esté directa o indirectamente vinculado a las operaciones necesarias para ello, sin perjuicio del régimen fiscal que corresponda a sus accionistas y partícipes.

En el mismo plazo y condiciones podrán fusionarse entre sí, transformarse en otro tipo de instituciones de inversión colectiva, disolverse o modificar su objeto social.

En los casos de adaptación, transformación y fusión, cuando estas operaciones sean abordadas por una institución para ajustarse a las exigencias de esta Ley, en orden de evitar su disolución o la exclusión del régimen de las instituciones de inversión colectiva, los socios

aplicarán lo dispuesto en el artículo doce de la Ley setenta y seis/mil novecientos ochenta, de veintiséis de diciembre, sobre Régimen Fiscal de las Fusiones de Empresas, a efectos de los nuevos títulos o participaciones que puedan recibir como consecuencia de las operaciones citadas.

No obstante lo anterior, las sociedades y fondos inscritos dispondrán de un plazo de tres años para alcanzar el capital o patrimonio mínimo legal y el número mínimo de socios y partícipes, así como para ajustar la valoración de sus activos a lo dispuesto en el artículo catorce de esta Ley. El plazo máximo para adaptar las inversiones a los coeficientes del artículo cuarto será de cinco años.

*Segunda.*—Las disposiciones de esta Ley sobre Régimen Fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión entrará en vigor el día 1 de enero del año natural siguiente al de su publicación y serán de aplicación a los ejercicios que se inicien en la expresada fecha. El importe de los incrementos o disminuciones de patrimonio que se produzcan en los mencionados ejercicios por la enajenación de valores integrados en la cartera de las instituciones a la entrada en vigor de esta Ley se determinará tomando como valor de adquisición la cotización oficial media del último mes del ejercicio anterior a la entrada en vigor del régimen fiscal o, en su defecto, el valor teórico que corresponda, de acuerdo con el balance de dicho ejercicio de la emisora.

El citado valor de adquisición resultará aplicable, cualquiera que sea el coste de adquisición contabilizado.

Cuando la valoración de los activos se ajuste a lo dispuesto en el artículo catorce de esta Ley, dentro del plazo establecido en la disposición transitoria anterior, se computarán como valores de adquisición los efectivamente contabilizados.

*Tercera.*—Lo dispuesto en el último párrafo del número tres del artículo treinta y cuatro de la presente Ley será, asimismo, aplicable a las sociedades de inversión mobiliaria constituidas con anterioridad a la entrada en vigor de la misma, contándose el plazo de dos años señalado en dicho párrafo a partir de la expresada fecha de entrada en vigor.

*Cuarta.*—El Gobierno, a propuesta del Ministerio de Economía y Hacienda, adaptará, en cuanto sea posible, a las disposiciones de la Ley el régimen fiscal de las sociedades anónimas españolas que tienen por objeto exclusivo la tenencia de acciones de sociedades extranjeras y que fueron creadas en virtud de lo dispuesto en el artículo noveno del Decreto-ley diez/mil novecientos cincuenta y nueve, de veintiuno de julio.

*Quinta.*—Las modificaciones que hayan de realizar las sociedades gestoras para adaptarse a lo dispuesto en esta Ley y en su Reglamento quedarán exentas de cualquiera tributos que las graven.

## DISPOSICIONES ADICIONALES

*Primera.*—Serán requisitos previos para la formulación de toda apelación general al ahorro del público por cualquier persona, física o jurídica, los siguientes:

a) La verificación de los estados financieros de la persona apelante por los expertos o sociedades de expertos legalmente competentes.

b) La difusión de información sobre su situación económica y financiera con el contenido mínimo que reglamentariamente se determine.

c) La autorización, por el Ministerio de Economía y Hacienda, de la publicidad que se realice sobre la apelación y que deberá referirse necesariamente a la información a que alude el párrafo anterior.

Quedan exceptuadas de esta regla las entidades

públicas y las instituciones sujetas a un estatuto financiero especial.

El incumplimiento de lo establecido en esta disposición será sancionado con multa por un importe máximo del dos por ciento de los recursos captados mediante la apelación general al ahorro del público. Los órganos competentes para su imposición serán los mencionados en el artículo treinta y dos coma tres de esta Ley.

*Segunda.*—Dentro de la Ley de Presupuestos, y con efectos durante el período de aplicación de la misma, se podrá modificar el tipo de gravamen previsto en el artículo 34 de esta Ley.

**REAL DECRETO 1.393/1990, DE 2 DE NOVIEMBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL REGLAMENTO DE LA LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (BOE, 16 de noviembre, y corrección errores, BOE, 12 de diciembre) (\*)**

La disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introdujo significativas modificaciones en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Tales modificaciones adaptaron la legislación nacional sobre Instituciones de Inversión Colectiva a la normativa comunitaria y, en particular, a lo establecido en las Directivas 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, y 88/220/CEE, de 22 de marzo de 1988. Junto a esta finalidad básica, la citada disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, pretendió igualmente adecuar diversos preceptos de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva a la nueva regulación que de nuestros mercados de valores estableciera la primera de las leyes citadas. Modificada, pues, la Ley 46/1984, resulta ahora preciso adaptar su Reglamento, aprobado en su día por el Real Decreto 1.346/1985, de 17 de julio.

El presente Real Decreto tiene por objetivo básico cumplir dicha finalidad, pudiendo agruparse las modificaciones materiales que introduce en el Reglamento vigente en tres grandes categorías. En primer término, aquéllas que suponen meras transcripciones de la norma legal a nivel reglamentario, introduciendo así en la disposición de rango inferior a la modificación ya producida en la Ley 46/1984. En otros casos los nuevos preceptos implican el desarrollo de habilitaciones específicas previstas en la nueva redacción de algunos preceptos de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. En fin, un tercer grupo de modificaciones responde a la necesidad de adecuar ciertas normas al nuevo marco general de los mercados de valores, diseñado en la Ley 24/1988 y las Directivas comunitarias citadas anteriormente.

Considerando la importancia y extensión de los preceptos que son objeto de modificación material, se ha estimado oportuno, por razones de mejor técnica normativa, aprobar un nuevo Reglamento íntegro de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que incluya, tanto los preceptos objeto de alteración material como aquellos otros que permanecen inalterados.

En su virtud, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, oídos los sectores afectados, oído el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 2 de noviembre de 1990,

**DISPONGO:**

**Artículo único.** Se aprueba el nuevo Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, cuyo texto se inserta a continuación.

(\*) Con las modificaciones introducidas por el Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo (BOE, 25 de mayo, y corrección errores BOE, 29 de junio).

**DISPOSICIÓN DEROGATORIA**

Queda derogado el Real Decreto 1.346/1985, de 17 de julio, por el que se reglamenta la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

**DISPOSICIÓN FINAL**

1. Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo del presente Real Decreto.

2. El presente Reglamento entrará en vigor al día siguiente de su íntegra publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

**REGLAMENTO POR EL QUE SE DESARROLLA LA LEY 46/1984, DE 26 DE DICIEMBRE, REGULADORA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

**TÍTULO PRELIMINAR**

Artículo 1.º *Ámbito de aplicación de la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.*—1. A los efectos de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, serán consideradas como tales las Sociedades de Inversión Mobiliaria, los Fondos de Inversión y las personas o Entidades que, cualquiera que sea su objeto o actividad, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos, mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad.

Quedarán sujetas a la Ley las personas o Entidades que, con los requisitos de publicidad y determinación de resultados previstos en el párrafo anterior capten recursos para su gestión mediante el contrato de cuentas en participación y cualquier forma de comunidad de bienes y derechos.

2. En ningún caso, cualquiera que sea la actividad que realicen, tendrán la consideración de Instituciones de Inversión Colectiva las Entidades de carácter público, las Entidades de crédito, las Entidades de seguros, las Sociedades de Garantía Recíproca o cualquier otra Institución financiera sujeta a una regulación especial.

Asimismo, quedarán fuera del ámbito de la Ley los préstamos participativos y cualquier fórmula similar de financiación realizada en el marco de una normativa específica.

3. Las Instituciones de Inversión Colectiva podrán ser de dos clases: de carácter financiero, que tendrán como actividad principal la inversión o gestión de activos financieros, tales como dinero, pagarés, letras de cambio, certificados de depósito o cualesquiera otros valores mobiliarios, y de carácter no financiero, que operarán principalmente sobre activos de otra naturaleza.

## TITULO PRIMERO

### Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero

#### CAPITULO PRIMERO

##### Disposiciones comunes

Art. 2.º *Tipos de Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero.*—1. Se considerarán de carácter financiero las Instituciones de Inversión Colectiva siguientes:

- a) Las Sociedades de Inversión Mobiliaria.
- b) Los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.
- c) Las demás, cuyo objetivo principal sea la inversión o gestión de activos financieros, en las condiciones y con los límites señalados en el número 1 del artículo 1.º

2. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo o variable, son aquellas Sociedades Anónimas que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimientos, sin participación mayoritaria económica o política en otras Sociedades.

Los Fondos de Inversión Mobiliaria son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores cuyo derecho de propiedad se representa en la forma prevista en este Reglamento, administrados por una Sociedad Gestora a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario, y constituidos con el exclusivo objeto de tener la finalidad prevista en el párrafo precedente mediante la realización de las operaciones en él mencionadas, sin participación mayoritaria económica o política en ninguna Sociedad.

Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, administrados por una Sociedad Gestora a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario, constituidos con el exclusivo objeto de la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de activos financieros a corto plazo del mercado monetario, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y tipos de rendimiento.

Art. 3.º *Domicilio.*—Las Instituciones de Inversión Colectiva reguladas en este Reglamento, así como sus Gestores y Depositarios, deberán estar domiciliados en territorio español y tener en éste su administración central.

Art. 4.º *Normas generales sobre inversiones.*—1. Las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva estarán sujetas a las limitaciones siguientes:

- a) Ninguna Institución podrá tener invertido más de un 5 por 100 de su activo en acciones, participaciones,

obligaciones o valores en general, emitidos por otras Instituciones de Inversión Colectiva. Además, queda prohibida la inversión en dichos valores cuando su emisor sea una Sociedad de Inversión Mobiliaria perteneciente al mismo grupo que la Institución inversora o un Fondo de Inversión gestionado por una Sociedad Gestora en la que concurra esta circunstancia.

- b) Ninguna Institución podrá tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma Entidad más del 5 por 100 de su activo. Este límite queda ampliado al 10 por 100 siempre que el total de las inversiones de la Institución, en valores en los que se supere el 5 por 100, no exceda del 40 por 100 del activo de la misma.

- c) Ninguna Institución podrá tener más del 15 por 100 de su activo invertido en valores emitidos o avalados por Entidades pertenecientes a un mismo grupo.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los valores en cuestión.

2. Las inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva estarán, además, sujetas a las limitaciones siguientes:

- a) Una misma Institución no podrá invertir en los valores emitidos o avalados por una misma Entidad por encima del 5 por 100 de los valores en circulación de esta última.

- b) La suma de las inversiones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria pertenecientes a un mismo grupo y de los Fondos de Inversión gestionadas por Sociedades Gestoras en las que se dé la misma circunstancia no podrá rebasar el 15 por 100 de los valores en circulación de una determinada Entidad.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia los valores nominales.

3. Las limitaciones recogidas en el primer inciso del apartado b) del número 1 serán del 35 por 100 cuando se trate de inversiones en valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la Comunidad Económica Europea, las Comunidades Autónomas o los Organismos internacionales de los que España sea miembro.

No obstante, las Instituciones de Inversión Colectiva quedan autorizadas a invertir hasta el 100 por 100 de su activo en valores emitidos por los Entes a los que este número se refiere, siempre que la inversión se diversifique en, al menos, seis emisiones diferentes, sin que los valores de una misma emisión puedan exceder del 30 por 100 del activo de la Institución.

Cuando se desee superar el límite fijado en el párrafo primero de este número, en el folleto y en toda publicación de promoción de la Institución deberá hacerse constar en forma bien visible esta circunstancia, especificando los emisores en cuyos valores tiene intención de invertir o se tiene invertido más del 35 por 100 del activo de la Institución.

Los porcentajes anteriores se medirán tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los valores en cuestión.

4. No obstante lo establecido en los números 1, 2 y 3 anteriores, el exceso sobre los límites de inversión

señalados en los mismos no se reputará infracción, siempre que la Institución, en el plazo de un año, contado desde el momento en que se produjo el exceso, proceda a su regularización, y el mismo se deba exclusivamente a una o varias de las siguientes circunstancias:

- a) Ejercicio de los derechos incorporados a los valores que forman parte de la cartera de la Institución.
- b) Cambios en la valoración de los mismos.
- c) Reducción del activo propio de la Institución.
- d) Fusión de Sociedades.
- e) Reducción de los valores en circulación por parte de la Sociedad emisora.
- f) Alteraciones en la composición de los grupos de Entidades.
- g) Los demás que la Comisión Nacional del Mercado de Valores establezca con carácter general, en atención al interés del mercado.

Si el exceso sobre los límites indicados en los números anteriores de este artículo superara dichos límites en más de un 35 por 100 de los mismos, la Institución en cuestión, sin perjuicio de la regularización total a realizar en el plazo previsto en el párrafo primero de este número, deberá reducir dicho exceso a un porcentaje inferior al 35 por 100 en el plazo de seis meses desde que se produzca, salvo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por causas excepcionales alegadas por la Institución en cuestión, autorice la ampliación del plazo de seis meses, al que se refiere el presente párrafo, sin que en ningún caso pueda exceder del señalado plazo de un año.

Salvo en el caso previsto en la letra d), no será de aplicación la excepción establecida en este número y, en consecuencia, existirá infracción cuando el exceso sobre los límites de inversión se produzca incluso calculando tales límites según los valores históricos de la adquisición.

5. A los efectos del presente Reglamento, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las Entidades en que concurren las condiciones previas en el artículo 4.º de la Ley del Mercado de Valores.

6. Con la finalidad de asegurar el adecuado cumplimiento de lo previsto en los números anteriores, el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictarán las normas precisas para determinar qué ha de entenderse por valor efectivo y valor histórico y por activo computable de las Instituciones de Inversión Colectiva, estableciendo al efecto las formalidades adecuadas para el control de dicho cumplimiento.

**Art. 5.º Existencia de participaciones significativas.—**

1. Cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera, obtenga el reembolso o transmita acciones o participaciones de una Entidad de las reguladas en este Reglamento y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito o de patrimonio que quede en su poder pase a alcanzar o exceder, o a quedar por debajo de los porcentajes a que se refiere el número siguiente, quedará sometido, en cuanto titular de una participación significativa, a las obligaciones de información enunciadas en el artículo 6.º

Cuando sea de aplicación el artículo 53 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se estará, sin embargo, a lo previsto en el mismo y en las disposiciones que lo desarrollen.

2. Los porcentajes a los que se refiere el número anterior serán los siguientes:

Cinco por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100 del capital social de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, sean de capital fijo o variable.

Veinte por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100 del patrimonio de los Fondos de Inversión, tanto Mobiliaria como en Activos del Mercado Monetario.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán variar los citados porcentajes.

3. A fin de determinar si existe o no la obligación a que se refiere este artículo, se entenderá que pertenecen a un mismo socio o partícipe todas aquellas acciones o participaciones que estén en poder del grupo, según definición del mismo contenida en el artículo 4.º de la Ley del Mercado de Valores, al que el socio o partícipe pertenezca o por cuenta del cual actúe.

4. Se entenderá, salvo prueba en contrario, que las operaciones señaladas se efectúan por persona interpuesta cuando se realicen por el cónyuge no separado legalmente, por los hijos sometidos a la patria potestad del socio o partícipe o por los que, aun no sometidos a dicha potestad, convivan en el hogar familiar del socio o partícipe, salvo cuando, en este último caso, se trate de operaciones derivadas de la utilización de rentas generadas por los hijos, y, en todo caso, cuando se realicen por una persona que actúe en nombre propio, pero por cuenta del socio o partícipe, por una Sociedad controlada directa o indirectamente por él, o por una Sociedad, que pertenezca a un grupo de Entidades, controlada por él.

**Art. 6.º Deberes de información y publicidad sobre participaciones significativas y omisión de su cumplimiento.—**1. Los socios de Sociedades de Inversión Mobiliaria en que se dé la circunstancia prevista en el número 1 del artículo 5.º deberán informar a la Sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores del porcentaje de capital suscrito o de patrimonio que quede en su poder tras la correspondiente operación.

La información a que se refiere el párrafo anterior deberá entregarse en un plazo máximo de diez días hábiles, contados a partir de la realización de la operación de que se trate.

Cuando se trate de Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa de Valores, el cumplimiento de la obligación de información a que se refiere el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores sustituirá al de las obligaciones reguladas en este número.

2. Tratándose de partícipes de Fondos de Inversión o de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, la obligación de información sobre participaciones significativas exigirá la remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la correspondiente Sociedad Gestora o Sociedad de Inversión del esta-

do de posición mencionado en el número 3 del artículo 12, de aquellos socios o partícipes respecto a los que se hayan dado, durante el período de que se trate, las circunstancias previstas en el número 1 del artículo 5.<sup>º</sup> Dichos estados de posición deberán recoger los datos relativos a todas las operaciones producidas en el período en cuestión que determinen el alcance, exceso o reducción de los porcentajes mencionados en el número 1 del artículo 5.<sup>º</sup> Las remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse el mismo día del envío al socio o partícipe de que se trate.

Cuando se trate de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable, cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa de Valores, el cumplimiento de la obligación de información a que se refiere el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores sustituirá al de las obligaciones reguladas en este número.

3. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria y las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva estarán obligadas a recoger la información sobre las participaciones a que se refieren los números anteriores en el informe trimestral de la correspondiente Institución, posterior a la fecha en que se alcancen los porcentajes indicados, con expresión de la persona o grupo que ostente dichos porcentajes, de las fechas en que se realizaron las operaciones de las que resultan los mismos y el porcentaje resultante de cada una de ellas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores llevará un registro de las personas que ostenten los porcentajes mencionados.

4. La omisión del cumplimiento de la obligación a que se refieren los números 1 al 3 de este artículo se sancionará en vía administrativa de acuerdo con lo establecido en la Ley 46/1984 y en este Reglamento o, en los casos señalados en el último párrafo del número 1 y en el último párrafo del número 2, según lo establecido en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

5. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictarán las normas de desarrollo precisas para la debida aplicación de lo dispuesto en este artículo y en el anterior.

**Art. 7.<sup>º</sup> Operaciones con los Administradores o Gestores.**—1. Ni los Consejeros, Administradores o Directores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, ni las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, ni los Consejeros, Administradores o Directores de estas últimas podrán comprar ni vender para sí mismos, ni directamente ni por persona o Entidad interpuesta, aquellos elementos en que se concreten las inversiones financieras de las Instituciones de que se trate ni ningún otro elemento de sus activos. A estos efectos, se entenderá que la operación se realiza por persona o Entidad interpuesta cuando se ejecute por persona unida por un vínculo de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad, hasta el cuarto grado inclusive, por mandatarios o fiduciarios o por cualquier Sociedad en la que los citados Consejeros, Administradores, Directores o Entidades tengan, directa o indirectamente, un porcentaje igual o superior al 25 por 100 del capital o ejerzan en ella funciones que impliquen el ejercicio del poder de decisión.

2. Por excepción, los Consejeros, Administradores o Directores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva podrán adquirir para sí los activos financieros contratados en los mercados a que se refiere el artículo 8.<sup>º</sup>, siempre que el precio sea igual o superior al de contratación pública en el correspondiente día.

3. Lo dispuesto en los dos apartados anteriores se aplicará asimismo a los Consejeros, Administradores y Directores de las Entidades Depositarias de las Instituciones de Inversión Colectiva.

4. La Junta General de Accionistas de las Sociedades de Inversión podrá autorizar operaciones concretas de las mencionadas en el apartado 1 de este artículo.

5. El incumplimiento de las prohibiciones previstas en los números anteriores se sancionará en vía administrativa de acuerdo con lo establecido en la Ley 46/1984 y en este Reglamento, sin perjuicio de otras responsabilidades en que se hubiera podido incurrir.

**Art. 8.<sup>º</sup> Operaciones en régimen de mercado.**—

1. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro de los señalados en el número 1 del artículo 17, las Instituciones de Inversión Colectiva deberán efectuar sus transacciones precisamente a través de los mecanismos normales de contratación establecidos para cada mercado.

2. Por excepción, y de acuerdo con la regulación de cada mercado, podrán realizar operaciones a través de mecanismos distintos de los normales de contratación, siempre que se concierten a precio o interés más favorable para la Institución y no pongan en peligro el buen funcionamiento del mercado.

3. En todo caso, podrán concurrir a las subastas o emisiones de Deuda Pública con peticiones de cualquier clase y a los demás mercados en las condiciones estipuladas para los mismos.

**Art. 9.<sup>º</sup> Autorización previa y registro.**—1. a) Quienes pretendan constituir una Institución de Inversión Colectiva deberán:

I. Obtener la previa autorización del proyecto de constitución del Ministro de Economía y Hacienda, mediante solicitud presentada ante la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

II. Constituirse como Sociedad Anónima o como Fondo de Inversión, según proceda, una vez obtenida la autorización.

III. Inscribirse en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que corresponda a la Institución de que se trate.

Corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda resolver las solicitudes de autorización previa de los proyectos de Estatutos o Reglamentos, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La resolución deberá producirse dentro de los seis meses siguientes a la recepción de la solicitud, o de la documentación complementaria que se exija, y, en todo caso, dentro de los doce meses siguientes a la recepción de aquélla. Dicha resolución deberá ser motivada y sólo podrá ser denegatoria por incumplimiento de los

requisitos previstos en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, en este Reglamento o en las demás disposiciones aplicables.

b) Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva adquirirán tal carácter mediante autorización de su proyecto de constitución por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscripción en el correspondiente Registro de ésta. Dicha inscripción se producirá previo otorgamiento e inscripción de la escritura de constitución en el Registro Mercantil.

c) Los Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva adquirirán tal carácter mediante la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscripción en el correspondiente Registro de ésta.

2. Serán requisitos indispensables para que las Instituciones de Inversión Colectiva y las Sociedades Gestoras de las mismas obtengan y conserven la autorización y el derecho a inscripción en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los siguientes:

a) Que su objeto social se limite a las actividades que les atribuye la Ley 46/1984 y el presente Reglamento y su constitución se ajuste a lo dispuesto en dichas normas.

b) Que dispongan del capital social o patrimonio mínimo y de los recursos propios mínimos establecidos en la normativa vigente.

En el caso de aquellas Instituciones que revistan la forma de Sociedades Anónimas y de las Sociedades Gestoras serán, además, requisitos indispensables los siguientes:

a) Que ninguno de los miembros del Consejo de Administración haya sido condenado por sentencia firme o esté procesado por delito de falsedad, contra la propiedad o contra la Hacienda Pública o esté inhabilitado para ejercer cargo de administración o dirección en Entidades financieras.

b) Que todos los miembros de su Consejo de Administración, incluidas las personas físicas que representen a personas jurídicas que sean Consejeros, así como sus Directores generales o asimilados, tengan una reconocida honorabilidad comercial y profesional.

Concurre tal honorabilidad en quienes hayan venido observando una trayectoria empresarial o profesional de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias.

c) Que la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración cuente con conocimiento y experiencia adecuada en materias relacionadas con los mercados financieros. Se presumirá que poseen conocimientos y experiencia adecuada a estos efectos quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de Entidades financieras, Sociedades o Agencias de Valores e Instituciones de Inversión Colectiva o Sociedades Gestoras de estas últimas o funciones

relacionadas con los mercados citados en otras Entidades públicas o privadas.

3. En la Comisión Nacional del Mercado de Valores se llevarán los siguientes Registros relacionados con las Instituciones de Inversión Colectiva:

a) Registro de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo.

b) Registro de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

c) Registro de Fondos de Inversión Mobiliaria.

d) Registro de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

e) Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.

f) Registro de Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva.

g) Registro de otras Instituciones de Inversión Colectiva.

h) Registro de Sociedades Gestoras de Carteras.

i) Registro de Participaciones Significativas.

j) Registro de Folletos, Informes Trimestrales, Memorias Anuales y Auditorías.

k) Registro de Instituciones de Inversión Colectiva Extranjeras Comercializadas en España.

4. a) Una vez inscritos en el Registro Mercantil, las Sociedades de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión presentarán en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para su inscripción en el oportuno Registro, las correspondientes escrituras. Si la escritura contuviera el Estatuto o Reglamento que hubiese sido objeto de la autorización previa, se procederá en el plazo de un mes a la inscripción por resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el caso de que el Estatuto o Reglamento se apartaran de los que fueron autorizados previamente, se denegará la inscripción mediante comunicación a los promotores, expresiva de los extremos que hayan sido objeto de modificación, pudiendo los interesados bien rectificar en el plazo de dos meses las variaciones o errores introducidos, bien solicitar expresamente una nueva autorización en los términos previstos en el apartado 1 de este artículo y siempre sin perjuicio de los recursos que les correspondan de acuerdo con la legislación vigente.

b) La inscripción en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva se practicará, una vez inscrita la correspondiente escritura en el Registro Mercantil, mediante su presentación ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y acuerdo de ésta. Serán aplicables a esta inscripción los mismos plazos y normas procedimentales establecidas en la letra a) de este número 4.

c) La inscripción de los Depositarios se realizará en virtud de la mera comunicación efectuada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por cualquiera de las Entidades mencionadas en el artículo 55 de este Reglamento.

No se practicarán en los Registros administrativos a que se refieren las letras a) y b) anteriores de las ins-



cripciones en ellas contempladas en el caso de que entre la fecha de la autorización previa y el día en que se presenten los oportunos documentos para la inscripción hubiera transcurrido más de un año.

5. a) Las modificaciones en el contrato constitutivo, en los Estatutos o en el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva quedarán sujetas a lo establecido en los números anteriores, con las siguientes especialidades:

I. La solicitud de autorización de las modificaciones estatutarias podrá realizarse por los Administradores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria con anterioridad a su aprobación por la Junta General de Accionistas.

II. Los plazos a los que se refiere el último párrafo de la letra a) del número 1 serán, respectivamente, de tres a seis meses.

III. El cambio de domicilio social de las Sociedades de Inversión y de los Fondos de Inversión, así como el aumento del capital social de las primeras, requerirán únicamente comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para su constancia en el correspondiente Registro administrativo. En las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable sólo deberá notificarse el aumento de capital inicial y el del estatutario máximo.

Tampoco será necesaria la previa autorización, bastando con la correspondiente comunicación, en relación con las demás modificaciones respecto de las que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, en contestación a consulta previa formulada al efecto, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización, ni en relación con las modificaciones de los Estatutos sociales o de los Reglamentos en gestión que tengan por objeto exclusivo cumplir normas legales o reglamentarias o resoluciones judiciales o administrativas.

b) Las modificaciones de los Estatutos de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva quedarán sujetas a lo establecido en la letra b) del número 1 del presente artículo, con las siguientes peculiaridades:

I. La solicitud de autorización de las modificaciones estatutarias podrá realizarse por los Administradores con anterioridad a la aprobación por la Junta General de Accionistas.

II. El cambio de domicilio social, el aumento del capital social y aquellas modificaciones estatutarias que tengan por objeto cumplir normas legales o reglamentarias o resoluciones judiciales o administrativas requerirán únicamente comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su constancia en el correspondiente Registro administrativo. Igual régimen se aplicará en relación con las demás modificaciones respecto de las que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en contestación a consulta previa formulada al efecto, ha considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización.

Los Depositarios están únicamente obligados a notificar el cambio de domicilio social.

c) La presentación ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la documentación precisa para

la inscripción de las modificaciones mencionadas en este número deberá realizarse en el plazo de seis meses a contar desde la notificación de la autorización previa. En los casos en que no sea precisa autorización, las correspondientes comunicaciones deberán realizarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo de veinte días a contar desde la inscripción de la correspondiente escritura en el Registro Mercantil.

6. La baja voluntaria en el Registro administrativo de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo requerirá el previo acuerdo al respecto de la Junta General de Accionistas, adoptado con la mayoría exigida para la modificación de sus Estatutos. La baja voluntaria de Sociedades de Capital Variable en el Registro administrativo de las mismas, cuando no sea consecuencia de un acuerdo de disolución, precisará la previa modificación en sus Estatutos para su transformación de una Sociedad de Capital Fijo.

Art. 10. *Obligaciones de información de las Instituciones de Inversión Colectiva.*—1. Las Instituciones de Inversión Colectiva o, en su caso, la correspondiente Sociedad Gestora deberán elaborar los siguientes documentos en orden al cumplimiento de sus obligaciones generales de información:

a) Al tiempo de su inscripción en el Registro administrativo, un folleto explicativo, que contendrá los Estatutos o el Reglamento de la correspondiente Institución de Inversión Colectiva, según proceda, y se ajustará a lo previsto en los artículos 26 y 28 de la Ley del Mercado de Valores y en las disposiciones que lo desarrollen, con las peculiaridades que para dichas Instituciones puedan establecerse. Dicho folleto será registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con el alcance previsto en la Ley del Mercado de Valores.

b) Anualmente, una Memoria explicativa del ejercicio, que contendrá, al menos, las especificaciones mínimas correspondientes a las de las Sociedades o Entidades cuyos valores estén admitidos a negociación en Bolsa. Su contenido se adaptará a las peculiaridades de las Instituciones de Inversión Colectiva.

c) Durante el mes siguiente a la conclusión de cada trimestre natural, un Informe que comprenderá la información necesaria para actualizar el contenido de la Memoria anual y, en especial el relativo al Activo de la Institución, su financiación, ingresos y costes durante el período.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinarán el contenido de los documentos de información señalados y los modelos a los que los mismos deberán ajustarse. Igualmente, podrán establecer reglas homogéneas para el cálculo de las rentabilidades obtenidas por cada Institución.

2. En cumplimiento de sus obligaciones generales de información:

a) Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión Mobiliaria y de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario deberán hacer entrega a cada partícipe, con anterioridad a la suscripción de participaciones, de un ejemplar del folleto, de la última Memoria anual y del último Informe trimestral publicados. Asimismo,

mo, y salvo en los supuestos que el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores puedan determinar, deberán remitir al domicilio indicado por el partícipe los sucesivos Informes trimestrales y Memorias anuales que se publiquen con respecto al Fondo, con carácter gratuito para el partícipe y hasta que éste pierda la condición de tal.

b) Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo y de Capital Variable editarán los documentos a que se refiere el número anterior en los plazos señalados para cada uno de ellos. Tales documentos estarán disponibles en el domicilio social de dichas Entidades y en el de sus sucursales, donde se entregarán de forma gratuita a las personas que los soliciten. Sin perjuicio de ello, los socios tendrán derecho a recabar el reenvío a su domicilio, en forma gratuita, de tales documentos.

3. El Registro al que se refiere la letra j) del número 3 del artículo 9.º, en el que se inscribirán los folletos, Memorias e Informes, será de libre acceso al público.

4. Las Instituciones de Inversión Colectiva, en cumplimiento de las obligaciones complementarias de información, deberán hacer público cualquier hecho relevante para la situación o el desenvolvimiento de la Institución, mediante su inmediata comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, notificando y publicando en el *Boletín de Cotización de la Bolsa* radicada en la sede social de la Institución o, en su defecto, en el de cualquiera de las Bolsas, e inclusión en el informe trimestral inmediato. Se considerarán hechos específicamente relevantes para la Institución los que afecten o puedan afectar significativamente a la consideración del valor de las acciones o participaciones por parte del público, y, en particular:

I. Toda reducción del capital de las Sociedades de Inversión que signifique una variación superior al 10 por 100 de aquél.

II. Todo reembolso en los Fondos de Inversión que suponga una disminución superior al 20 por 100 del patrimonio en los de Inversión Mobiliaria, y al 40 por 100 en los de Inversión de Activos del Mercado Monetario.

A efectos del cómputo de los porcentajes establecidos en el presente número, serán tenidas en cuenta las reducciones o reembolsos realizados en un solo acto. No obstante, cuando los límites se alcancen a través de sucesivas reducciones de capital o reembolsos solicitados por un mismo partícipe o por un grupo de Entidades partícipes en un período de dos meses, también se considerará como hecho relevante el conjunto de reducciones de capital o reembolsos.

III. Toda operación de endeudamiento, desde el momento en que implique que las obligaciones frente a terceros excedan del 5 por 100 del activo de la Institución.

IV. Los previstos en el primer párrafo del número 3 del artículo 35 y en el número 4 del artículo 57.

5. El Ministro de Economía y Hacienda y la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán recabar de las Instituciones reguladas en el presente Regla-

mento la información adicional que estimen necesaria en orden al cumplimiento de sus respectivas competencias, pudiendo establecer el contenido y modelo de los correspondientes documentos de información, así como los plazos de su remisión. En particular, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer con carácter general la obligación de remitir periódicamente a dicha Entidad, según los modelos que se aprueben, información relativa al cumplimiento de los coeficientes a que se refieren los artículos 4.º, 17, 26, 37 y 49, a sus estados financieros.

Art. 11. *Denominación exclusiva.*—Las denominaciones «Institución de Inversión Colectiva», «Sociedad de Inversión Mobiliaria», «Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable», «Fondo de Inversión Mobiliaria», «Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario», «Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva» y «Sociedad Gestora de Carteras», y sus respectivas abreviaturas: «IIC», «SIM», «SIMCAV», «FIM», «FIAMM», «SGIIC» y «SGC», serán privativas de las Entidades inscritas en los Registros correspondientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no pudiendo ninguna otra Entidad utilizar dichas denominaciones u otras que induzcan a confusión con ellas.

Las Entidades reguladas en el presente Reglamento deberán incluir en su razón social la denominación que les corresponda de entre las enumeradas en el párrafo anterior o, si así lo prefieren, su abreviatura.

## CAPITULO II

### **Sociedades de Inversión Mobiliaria, Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario**

#### *SECCION PRIMERA.—Disposiciones generales*

Art. 12. *Capital y patrimonio de las Sociedades y Fondos de Inversión.*—1. El capital social de las Sociedades de Inversión Mobiliaria estará representado mediante acciones nominativas que tendrán el mismo valor nominal y concederán los mismos derechos. Dichas acciones podrán estar representadas mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta.

El capital mínimo desembolsado de las Sociedades de Inversión Mobiliaria será de 400 millones de pesetas y deberá ser mantenido mientras la Sociedad figure inscrita en el Registro, sin perjuicio de lo previsto en el artículo 16 de este Reglamento.

2. Los Fondos de Inversión Mobiliaria tendrán un patrimonio mínimo de 500 millones de pesetas y los Fondos de Inversión de Activos del Mercado Monetario uno de 1.500 millones de pesetas. En ambos casos deberán mantenerse mientras estén inscritos en el Registro, sin perjuicio de lo previsto en el artículo 16.

Las participaciones en el Fondo de Inversión tendrán iguales características, serán considerados valores negociables y podrán ser representados en cualquiera de las formas siguientes:

a) Mediante certificados nominativos sin valor nominal, que podrán documentar una o varias participaciones, y cuya expedición tendrán derecho los partícipes. En dichos certificados constará su número de orden, el número de participaciones que comprenden, la denominación del Fondo, Sociedad Gestora y Depositario y sus respectivos domicilios, la fecha de otorgamiento de la escritura de constitución del Fondo y los datos relativos a la inscripción en el Registro mercantil administrativo correspondiente.

b) Mediante anotaciones en cuenta, que estarán sometidas al régimen establecido por el capítulo II del título primero de la Ley del Mercado de Valores.

Cualquier partícipe de un Fondo cuyas participaciones estén representadas mediante anotaciones en cuenta tendrá derecho a obtener de la Sociedad Gestora, cuando precise de él, un certificado de los previstos en el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores, referido, a opción de aquél, a todas o a alguna de las participaciones de que sea titular.

3. Cualquiera que sea la forma de representación de las participaciones o acciones:

a) La Sociedad Gestora o el Depositario deberá remitir a cada partícipe, con una periodicidad no superior a los tres meses en los Fondos de Inversión Mobiliaria y un mes en los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario, un estado de su posición en el Fondo. Si en un período no existe movimiento por suscripciones y reembolsos podrá posponerse el envío del estado de posición al período siguiente y, en todo caso, será obligatoria la remisión del estado de posición del partícipe al final del ejercicio. Dicha obligación también deberá ser cumplida por las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable respecto a sus socios, siendo aplicable el primero de los plazos señalados.

b) La Sociedad Gestora de un Fondo de Inversión podrá, sin menoscabo alguno del derecho de los partícipes a obtener los certificados a que se refiere el número anterior, utilizar, con carácter de documento de gestión, resguardos por medio de los cuales se informe a los partícipes de la posición que ocupan en el Fondo tras cada una de sus operaciones.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinarán el contenido y modelo a que habrá de ajustarse, en cada caso, el estado de posición mencionado.

**Art. 13. Admisión a negociación en Bolsa y permanencia en la misma.**—1. En la admisión a negociación en Bolsa de Valores de las acciones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria serán de aplicación las siguientes reglas especiales:

a) Los requisitos recogidos en las letras a) y b) del artículo 26 de la Ley del Mercado de Valores, y, por referencia, en el artículo 32 de la misma se cumplirán mediante la representación de la correspondiente escritura de constitución, debidamente inscrita en el Registro Mercantil y, en su caso, de certificación literal del correspondiente acuerdo de emisión.

b) No será necesaria la presentación y registro del informe de auditoría mencionado en la letra c) del artículo 26 de la Ley del Mercado de Valores.

c) El folleto mencionado en el artículo 26 citado será el indicado en la letra a) del número 1 del artículo 10 del presente Reglamento.

d) No será exigible el requisito establecido en el artículo 32.1.c) del Reglamento de las Bolsas de Comercio.

2. La solicitud de verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como la de admisión por las respectivas Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, podrán producirse una vez otorgada la autorización previa a que se refiere el número 1 del artículo 9.º de este Reglamento, sin necesidad de esperar a la inscripción mencionada en el número 4 de dicho artículo, quedando condicionada la correspondiente resolución a la práctica de dicha inscripción.

3. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria se mantendrán admitidas a negociación aun cuando con posterioridad a su primera admisión se fijen, en ese fin, capitales mínimos superiores a los exigidos en aquel momento.

4. Cuando se produzca la baja de una Sociedad de Inversión Mobiliaria en el Registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores quedará sin efecto la admisión a negociación en Bolsa de las acciones de la Sociedad, sin perjuicio de que ésta pueda presentar nueva solicitud de admisión, con arreglo a las normas generales.

5. Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión, una vez inscritos éstos en los Registros administrativos correspondientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, deberán suministrar a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores radicada en la plaza de su sede social o, en su defecto, a cualquiera de ellas, la información precisa para que tenga lugar la publicación diaria en el respectivo Boletín de Cotización de los datos relativos al valor liquidativo de sus participaciones, a su patrimonio y al número de partícipes. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer las reglas especiales que resulten necesarias para el cálculo del valor liquidativo diario de los valores cotizados o negociados en mercados extranjeros.

6. El cumplimiento de esta obligación de suministro de información determinará que las participaciones en los correspondientes Fondos tengan la consideración de valores cotizados a los efectos de aquellas disposiciones que regulan regímenes específicos de inversión. En el caso de que la Sociedad Rectora correspondiente no reciba la información necesaria y, como consecuencia de ello, no pueda publicar los datos indicados durante siete días consecutivos o quince alternos en el plazo de un mes, lo hará constar así en el correspondiente Boletín de Cotización. A partir de ese momento, y hasta que no transcurran treinta días seguidos de publicidad regular de tales datos, las inversiones que se hagan en las participaciones en cuestión no podrán considerarse como valores admitidos a cotización a los efectos de las señaladas disposiciones sobre regímenes específicos de inversión.

**Art. 14. Constitución del capital y patrimonio.**—Las aportaciones para la constitución del capital social o del patrimonio se realizarán exclusivamente en dinero,

valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en los demás activos financieros que, de acuerdo con las reglas de cada tipo de Institución, resulten aptos para cubrir sus coeficientes de inversión o liquidez. Las aportaciones de valores y demás activos financieros estarán sujetas a las normas sobre inversiones establecidos en el artículo 4.º y en los demás previstos en este Reglamento.

Art. 15. *Número mínimo de accionistas y partícipes.*—El número de accionistas de las Sociedades de Inversión y de partícipes en Fondos no podrá ser inferior al que en cada momento sea necesario para la admisión y permanencia de las acciones de una Sociedad a negociación en Bolsa. No obstante, las Sociedades y Fondos no constituidos por los procedimientos de fundación sucesiva y de suscripción pública de participaciones dispondrán de un plazo de un año, contado a partir de su inscripción en el correspondiente Registro administrativo, para alcanzar dicha cifra mínima.

Art. 16. *Reducciones patrimoniales.*—Cuando, por circunstancias del mercado o del número de accionistas o partícipes por el obligado cumplimiento de la legislación especial o de las prescripciones de la Ley de Sociedades Anónimas, el patrimonio o el capital de las instituciones de inversión colectiva o el número de sus accionistas o partícipes descendieran de los mínimos establecidos en los artículos 12 y 15, dichas Instituciones gozarán del plazo de un año durante el cual podrán continuar operando como tales. Dentro de dicho plazo deberán, bien llevar a efecto la reconstitución del capital o del patrimonio y del número de accionistas o partícipes, bien decidir su disolución, bien acordar el cese de su condición como tal institución de inversión colectiva y solicitar la exclusión del Registro administrativo correspondiente, con las siguientes modificaciones estatutarias y de su actividad. Transcurrido dicho plazo, se cancelará la inscripción en los Registros administrativos si dicha inscripción subsistiera, salvo que se hubiera consolidado por reconstitución del patrimonio o del número de socios o partícipes.

Art. 17. *Inversiones y coeficientes mínimos de liquidez.*—1. Las Sociedades y Fondos de Inversión tendrán, al menos, el 90 por 100 de su activo invertido en:

a) Valores admitidos a negociación en una Bolsa de Valores española.

b) Valores representativos de la deuda del Estado, así como otros valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

c) Otros valores, tales como los propios del Mercado Hipotecario, los pagarés de empresa, siempre que sean negociados en un mercado español organizado de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público.

d) Valores respecto a los cuales esté solicitada la admisión a negociación en alguno de los mercados a los que se refieren las letras anteriores. A dichos valores se equiparán aquellos en cuyas condiciones de emisión conste el compromiso de solicitar la admisión a negociación, siempre que el plazo inicial para cumplir dicho compromiso sea inferior a un año. En el caso de que no se produzca la admisión a negociación de los valores en el plazo de seis meses desde que se solicite o no se cumpla el compromiso de presentar en el plazo

determinado la correspondiente solicitud de admisión, deberá procederse a la correspondiente reestructuración de la cartera en los dos meses siguientes al término de los plazos antes señalados. A este fin, la Entidad emisora deberá publicar en el *Boletín Oficial del Estado* la circunstancia de haber transcurrido los plazos señalados sin haberse producido los hechos mencionados.

El porcentaje mencionado en el párrafo primero de este número será del 80 por 100 cuando se trate de Fondos de Inversión Mobiliaria.

2. Se considerará que un mercado está incluido en los definidos en la letra c) del número anterior cuando así lo establezca el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La correspondiente Orden será publicada en el *Boletín Oficial del Estado*.

Con sujeción a lo dispuesto en el párrafo precedente y a los requisitos que pueda determinar el Ministro de Economía y Hacienda, las Sociedades y Fondos de Inversión podrán realizar operaciones en los mercados de futuro y opciones financieros. En particular, el Ministro de Economía y Hacienda podrá limitar, prohibir o condicionar a que estén expresamente previstas en los Estatutos o Reglamentos de Gestión aquellas transacciones o posiciones en tales instrumentos cuya finalidad no sea la estricta cobertura de riesgos.

3. A efecto del cómputo en el porcentaje a que se refiere el número 1 de este artículo, y tratándose de valores negociados en mercados extranjeros, se estará, sin perjuicio de lo previsto en la normativa sobre control de cambios e inversiones españolas en el exterior, a las siguientes reglas:

a) Los valores que estén admitidos a negociación en Bolsas radicadas en Estados miembros de la OCDE, o se negocien en los mercados oficiales de Deuda Pública de tales Estados, se asimilarán a los admitidos en Bolsas de Valores españolas y a los negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, respectivamente.

b) Tratándose de valores negociados en mercados de los definidos en la letra c) del número 1 anterior que radiquen en un Estado miembro de la OCDE, el cómputo dentro del señalado porcentaje requerirá previa verificación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de que concurren en tales mercados las características mencionadas en dicha letra. Tal verificación podrá otorgarse con carácter general, para uno o varios mercados.

c) Si se trata de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores o en mercados de los mencionados en la letra c) del número 1 anterior no radicados en Estados miembros de la OCDE, el cómputo dentro del señalado porcentaje requerirá la previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá otorgarla con carácter general para uno o varios mercados o Bolsas, o para uno o varios valores, siempre que los citados mercados ofrezcan condiciones de transparencia, seguridad, organización y control no inferiores a los correspondientes españoles.

Los acuerdos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictados en cumplimiento de lo previsto en

las letras b) y c) de este número se publicarán en el *Boletín Oficial del Estado*.

4. Los coeficientes mínimos de liquidez de las Sociedades de Capital Variable y de los Fondos de Inversión serán los siguientes, referidos al activo de la Institución:

a) En las Sociedades de Capital Variable, el 5 por 100.

b) En los Fondos de Inversión, el 3 por 100.

Los coeficientes de liquidez indicados se entenderán referidos al promedio mensual de saldos diarios del activo de la Institución, y deberán materializarse en efectivo o en depósitos o cuentas a la vista en el Depositario.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán a la vista de la evolución de la contratación de acciones de las Sociedades de Capital Variable y de las suscripciones y reembolsos de los Fondos de Inversión, aumentar los citados coeficientes, sin que puedan superar el límite del 10 por 100.

Igualmente podrán establecer el procedimiento para el cálculo de los coeficientes.

**Art. 18. *Garantía y custodia de los activos.***—1. Los valores mobiliarios y demás activos financieros integrados en el patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva no podrán pignorar ni constituirse en garantía de ninguna clase. Ello, no obstante, podrá ser objeto de operaciones de opción o préstamo bursátil con los requisitos que pueda establecer el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Dichos valores y activos habrán de estar bajo custodia de los Depositarios correspondientes, en los términos establecidos en este Reglamento.

**Art. 19. *Obligaciones frente a terceros.***—1. Las obligaciones frente a terceros de una Institución de Inversión Colectiva no podrán exceder del 20 por 100 de su activo. No se tendrán en cuenta, a estos efectos, los débitos contraídos en la compra de activos financieros en el período de liquidación de la operación, pero sí los procedentes de operaciones bursátiles financiadas mediante crédito.

No obstante, las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y los Fondos de Inversión no podrán endeudarse más allá del 10 por 100 de su activo y siempre que el endeudamiento se produzca por plazo no superior a un mes y tenga por objeto resolver dificultades transitorias de tesorería, lo cual deberá ser hecho público de acuerdo con lo previsto en el artículo 10 de este Reglamento.

2. Ni las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable ni los Fondos de Inversión podrán recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros y otras análogas. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo no podrán recibir fondos del público, en las formas expresadas, por plazo indeterminado o por plazo inferior al que se determine por el Ministerio de Economía y Hacienda.

## SECCION II.—Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo

**Art. 20. *Legislación aplicable y denominación social.***—1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo se regirán por lo establecido en la Ley 46/1984, en este Reglamento y en lo no previsto en aquella, en la Ley de Sociedades Anónimas.

2. En la razón social de estas Sociedades deberá figurar necesariamente la denominación de «Sociedades de Inversión Mobiliaria» o su abreviatura: «SIM».

**Art. 21. *Requisitos de constitución.***—Serán requisitos necesarios para su acceso al Registro administrativo los siguientes:

a) Objeto social. Deberán tener por objeto social exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros en la forma prevista en este Reglamento, para compensar, por una adecuada composición de su activo, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica o política en otras Sociedades.

b) Nacionalidad. Deberán ser Sociedades Anónimas de nacionalidad española constituidas con arreglo al régimen jurídico vigente y, por tanto, inscritas en el correspondiente Registro Mercantil, domiciliadas en el territorio español y con su administración central en el mismo.

c) Estatutos sociales. En los Estatutos de la Sociedad deberán constar necesariamente las siguientes menciones:

— Si existe o no la posibilidad de encomendar la gestión de los activos sociales a un tercero, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo siguiente.

— Criterios o normas generales a que habrán de ajustar su política de inversiones.

— Normas sobre la constitución y funcionamiento de la Comisión de Control de Gestión o Auditoría, de conformidad con lo establecido en los artículos 23 y siguientes de este Reglamento.

d) Remuneraciones o ventajas especiales. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas para los fundadores o promotores previstas en la Ley de Sociedades Anónimas.

**Art. 22. *La administración de la Sociedad.***—1. Serán órganos de administración y representación de la Sociedad los determinados en su Estatuto, de conformidad con las prescripciones de la legislación sobre Sociedades Anónimas.

2. No obstante lo anterior, la Junta General de Accionistas podrá acordar, cuando así lo prevean los Estatutos de la Sociedad, que la gestión o administración de los activos que formen el patrimonio social, bien en su totalidad, bien en parte determinada, se encomiende a una de las Sociedades Gestoras de Carteras a que se refiere el título IV de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, a una Sociedad o Agencia de Valores, o a una de las Entidades de artículo 76, segundo párrafo, apartado a), de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, o sólo en el caso de que se le asigne la gestión global de dichos activos unida a otras funciones de administración

o representación, a una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva. El eventual acuerdo de la Junta general será elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil y en el correspondiente Registro administrativo.

3. El acuerdo mencionado en el apartado anterior no relevará a los órganos de administración de la Sociedad de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les imponen.

**Art. 23. Régimen de auditoría.**—1. Las cuentas anuales y el informe de gestión de las Sociedades de Inversión Mobiliaria deberán ser objeto de auditoría de cuentas, siéndoles de aplicación lo previsto en la letra c) del artículo 26 de la Ley de Mercado de Valores.

2. Los Estatutos de la Sociedad preverán la existencia de una Comisión de Control de Gestión y Auditoría, que deberá constituirse cuando lo soliciten, al tiempo de la constitución de la Sociedad o en cualquier otro momento posterior, un número de accionistas que representen, al menos, el 10 por 100 del capital social. La solicitud se realizará por procedimiento fehaciente a los órganos de administración de la Sociedad que, en un plazo de treinta días, deberán convocar la Junta General de Socios para la designación de los Vocales de la Comisión, de conformidad con lo dispuesto en el apartado siguiente y en los Estatutos sociales.

En defecto de tal solicitud, la Comisión no se constituirá y sus funciones serán desempeñadas de conformidad con las reglas generales de las Sociedades Anónimas.

3. La Comisión de Control de Gestión y Auditoría estará integrada por un número par de accionistas, elegidos por la Junta general de modo que se garantice la presencia de los accionistas minoritarios.

El número máximo de Vocales será de diez. Cada accionista o grupo de accionistas que represente un 10 por 100 de capital social podrá designar un Vocal de la Comisión.

Los Vocales de la Comisión no podrán formar parte del Consejo de Administración u órgano que haga sus veces, ni ser Directores o Apoderados de la Sociedad.

**Art. 24. Normas de funcionamiento.**—1. La Comisión elegirá su Presidente y Secretario entre sus miembros. En caso de igualdad en las votaciones para designar estos cargos tendrán preferencia los candidatos apoyados por los miembros de la Comisión que representen menor número de acciones en la Sociedad. Los acuerdos se adoptarán por mayoría, decidiendo en caso de igualdad el voto de calidad del Presidente.

2. La Comisión se reunirá cuando lo determine el Presidente, que deberá necesariamente convocarla en los siguientes casos:

a) Cuando resulte procedente el nombramiento de Auditor de acuerdo con la normativa vigente.

b) Cuando lo solicite, en escrito dirigido al Presidente proponiendo el orden del día, cualquiera de sus miembros.

La convocatoria se hará de modo que se asegure su conocimiento por los Vocales, en los plazos y formas

que establezcan los Estatutos de la Sociedad. La Comisión quedará válidamente constituida cuando concurren, al menos, tres Vocales.

**Art. 25. Funciones de la Comisión de Control de Gestión y Auditoría.**—Son funciones propias de la Comisión de Control de Gestión y Auditoría:

a) Procurar el conocimiento de la situación económico-financiera de la Sociedad por todos los accionistas, velando por la elaboración y puntual difusión de los documentos de información mencionados en el artículo 10.

b) Designar por mayoría el Auditor que haya de intervenir en la verificación de las cuentas anuales.

c) Cualquier otra facultad que le asignen los Estatutos de la Sociedad.

Para cumplimiento de esas funciones podrá la Comisión recabar periódicamente la información pertinente de los órganos de la administración social. Podrá, asimismo, requerir al Consejo de Administración, en escrito, proponiendo el orden del día, para que se convoque la Junta general de accionistas en los términos del artículo 96 de la Ley de Sociedades Anónimas.

**Art. 26. Inversión del activo.**—1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria tendrán, al menos, el 90 por 100 de su activo invertido en activos de los mencionados en el artículo 17 del presente Reglamento.

2. Las Sociedades dispondrán en un plazo de tres meses para efectuar la inversión de las aportaciones dinerarias recibidas con motivo de la constitución o ampliación de capital, y de un plazo de un mes para reinvertir los recursos procedentes de las enajenaciones.

**Art. 27. Depósito de valores mobiliarios y activos financieros.**—1. Los valores mobiliarios y activos financieros que formen parte de la cartera de las Sociedades de Inversión Mobiliaria deberán estar depositados en las Entidades legalmente habilitadas para el ejercicio de esta función. El efectivo deberá depositarse en Entidades de Depósito.

**Art. 28. Operaciones.**—Las Sociedades de Inversión Mobiliaria realizarán sus operaciones en la forma prevista en el artículo 8.º de este Reglamento. En el supuesto de exclusión de valores de la cotización oficial, o cuando ésta se encuentre suspendida, sólo podrán enajenarse mediante el procedimiento de subasta bursátil que se regula en el capítulo XVI del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, salvo que los Estatutos de la Sociedad prevean otra cosa.

Los bienes inmuebles deberán enajenarse previa su tasación en la forma prevista en la legislación del Mercado Hipotecario, siempre que el precio de venta sea inferior a su valor contable.

**Art. 29. Criterios de valoración.**—Los valores mobiliarios cotizados figurarán en el Balance a precio no superior a la cotización oficial media del último mes del ejercicio; sin no hubiera habido dicha cotización o la cotización estuviera suspendida, a precio no superior al del último cambio fijado, salvo que constara de modo fehaciente un precio menor.

Art. 30. *Cuentas anuales.*—1. Los Administradores de la Sociedad estarán obligados a formular, dentro de los tres primeros meses de cada ejercicio, el Balance con la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, la propuesta de distribución de resultados y el informe de gestión. El ejercicio social de ajustará siempre al año natural.

2. Dentro del cuarto mes de cada ejercicio deberán remitir estos documentos, juntamente con el informe de la Auditoría, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Asimismo, deberán redactar los documentos de información a que se refiere el artículo 10 y hacerlos públicos en la forma prevista en el mismo.

Art. 31. *Determinación de resultados y su distribución.*—1. La determinación de los resultados se hará en la forma prevista en la Ley de Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad, en lo que no se oponga a la Ley 46/1984.

2. Los resultados procedentes de la enajenación de los valores mobiliarios y demás activos financieros se determinarán tomando como valor o precio de coste de los enajenados el que resulte según los sistemas de coste medio ponderado o de identificación de partidas. La Junta General de la Sociedad deberá aprobar el sistema elegido, que habrá de ser mantenido, al menos, tres ejercicios completos.

Los activos financieros figurarán en el Balance a precio no superior a la cotización media del último mes del ejercicio.

3. Los resultados del ejercicio se distribuirán conforme a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad, en lo que no se opongan a la legislación reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. En ningún caso podrán distribuirse las plusvalías no realizadas. A estos efectos no supondrá distribución de resultados la entrega de acciones liberadas con cargo a los mismos, sin perjuicio del régimen fiscal correspondiente.

4. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de los criterios de valoración, y de elaboración de las cuentas anuales a que se refieren el presente artículo y los anteriores.

### SECCION III.—Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable

Art. 32. *Características básicas.*—1. Son Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable aquellas cuyo capital correspondiente a las acciones en circulación es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital estatutario máximo y del inicial fijado, mediante la venta o adquisición por la Sociedad de sus propias acciones en los términos establecidos en el artículo siguiente, sin necesidad de acuerdo de la Junta General.

2. Estas Sociedades deberán adoptar necesariamente la forma de Sociedad Anónima y se registrarán por lo establecido en esta Sección, aplicándoseles en lo no previsto en ella las normas relativas a las Sociedades

de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo y, en su defecto, la Ley de Sociedades Anónimas.

3. En la escritura de constitución de la Sociedad y en sus Estatutos, además de los requisitos establecidos en el artículo 9.º de la Ley de Sociedades Anónimas, se expresarán:

a) La razón social de la Sociedad, en la que deberá figurar necesariamente la denominación «Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable», o su abreviatura: «SIMCAV».

b) El objeto social, circunscrito exclusivamente a las actividades enumeradas en el artículo 2 de este Reglamento.

c) El capital inicial, que no podrá ser inferior al mínimo establecido en el artículo 12, expresando el número de acciones en que esté dividido y el valor nominal de las mismas.

d) El capital estatutario máximo, con las menciones detalladas en el párrafo anterior.

e) El compromiso de cumplir cuantos requisitos le sean exigidos para la admisión y permanencia de sus acciones en la cotización oficial.

f) La designación de un Depositario autorizado.

g) Si existe o no la posibilidad de encontrar la gestión de los activos sociales a un tercero, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 22.

h) Las normas o criterios generales a que habrán de ajustarse su política de inversiones.

4. El capital inicial deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde el momento de la constitución de la Sociedad. El capital estatutario máximo no podrá superar en más de 10 veces el capital inicial.

5. Sólo actuarán como Sociedades de Capital Variable mientras permanezcan inscritas en el Registro administrativo correspondiente y sus acciones estén admitidas con efectos plenos en la cotización oficial. En los casos de suspensión o exclusión de cotización oficial se les aplicarán las reglas propias de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo.

6. Las acciones representativas de capital estatutario máximo que no estén suscritas o las que posteriormente haya adquirido la Sociedad se mantendrán en cartera hasta que sean puestas en circulación por los órganos gestores en la forma que se establece en el artículo siguiente; las acciones en cartera deberán estar en poder del Depositario.

7. El título de la acción deberá expresar necesariamente, además de las menciones que con carácter general establece la Ley de Sociedades Anónimas, el capital inicial y el capital estatutario máximo.

8. El ejercicio de los derechos incorporados a las acciones en cartera quedará en suspenso hasta que hayan sido suscritas y desembolsadas.

9. Las obligaciones, pagarés o títulos similares que emitan quedarán sometidos a la limitación prevista en el artículo 19 de este Reglamento. En ningún caso podrán ser convertibles en acciones.

10. La disminución del capital inicial y el aumento o disminución del estatutario máximo deberán acordarse

por la Junta general, con los requisitos establecidos por la Ley de Sociedades Anónimas.

11. Los accionistas no gozarán del derecho preferente de suscripción en la emisión o puesta en circulación de nuevas acciones, incluso en las creadas en el supuesto de aumento del capital estatutario máximo. Las acciones deberán ponerse en circulación conforme a lo dispuesto en el artículo siguiente.

**Art. 33. Requisitos de funcionamiento.**—1. La Sociedad comparará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, en las Bolsas de Valores, bien en la contratación normal, bien mediante oferta pública de adquisición o venta de sus acciones. Ambas modalidades operativas tendrán lugar siempre que el precio de adquisición o venta de sus acciones sea, respectivamente, inferior o superior a su valor teórico, determinado conforme se dispone en este artículo. Cuando la diferencia entre dicho valor teórico y la cotización oficial sea superior al 5 por 100 de aquél, la Sociedad deberá intervenir necesariamente comprando o vendiendo sus acciones según que la cotización de las mismas sea inferior o superior a su valor teórico. Para asegurar la efectividad de esta característica esencial de su funcionamiento, el Gobierno podrá establecer, según la coyuntura bursátil, la obligación de intervenir en el mercado con diferencias distintas a la citada del 5 por 100, mediante acuerdo publicado en el *Boletín Oficial del Estado*.

A efectos de lo establecido en este número, la Sociedad podrá poner en circulación acciones a precio inferior a su valor nominal y no le será aplicable lo indicado a este respecto en la Ley de Sociedades Anónimas.

2. El valor teórico de la acción será el resultado de dividir el valor del patrimonio de la Sociedad por el número de acciones en circulación. A estos efectos, los valores mobiliarios y demás activos financieros de la Sociedad se valorarán al precio bursátil del día anterior o su equivalente. Los activos financieros no contratados en los mercados organizados mencionados en el artículo 17 se valorarán siguiendo el criterio del valor de amortización.

Las amortizaciones de los bienes muebles o inmuebles que formen parte del activo, los impuestos que graven el beneficio social y todos los gastos de funcionamiento deberán provisionarse diariamente para la determinación exacta del valor del patrimonio de la Sociedad.

A los efectos del párrafo anterior, deberán formularse, antes del comienzo de cada ejercicio, una previsión de los gastos que puedan devengarse en el mismo. Esta previsión deberá hacerse pública en el primer mes del ejercicio, de acuerdo con lo establecido en el artículo 10.1.c), de este Reglamento.

3. Los resultados que sean imputables a la adquisición y venta de sus propias acciones sólo podrán repararse cuando el patrimonio, valorado de conformidad con el apartado anterior, sea superior al capital social desembolsado.

4. La Sociedad deberá reducir obligatoriamente el capital desembolsado, reduciendo el valor nominal de sus acciones en circulación, cuando el patrimonio social hubiera disminuido por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital suscrito, siempre que haya

transcurrido un año sin que se haya recuperado el patrimonio. En igual proporción se reducirá el valor nominal de las acciones en cartera.

5. Si por cualquier causa resultaran las acciones excluidas de negociación en Bolsa de acuerdo con lo previsto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y las normas que lo desarrollen, la Sociedad garantizará al accionista que pretenda realizar sus acciones el reintegro del valor teórico de éstas, fijado en función de los cambios medios del último mes de cotización a través de una oferta pública dirigida a todos los accionistas. Si con posterioridad a la exclusión de cotización el valor teórico de las acciones hubiere variado, la oferta pública de adquisición podrá realizarse por un precio distinto, igual al valor teórico del día anterior a aquel en que la oferta se formule.

6. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de lo dispuesto en los números anteriores del presente artículo.

#### SECCION IV.—Fondos de Inversión Mobiliaria

**Art. 34. Constitución.**—1. El Fondo se constituirá mediante escritura pública, otorgada por la Sociedad Gestora y el Depositario, en la forma y con los requisitos previstos en el artículo 9.º y la aportación efectiva de los bienes que integren el patrimonio.

2. La escritura deberá necesariamente contener:

a) La denominación del Fondo, que deberá ir seguida, en todo caso, de la expresión «Fondo de Inversión Mobiliaria», o su abreviatura: «FIM».

b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades mencionadas en el artículo 2.º de este Reglamento.

c) El patrimonio del Fondo, que en el momento de su constitución deberá alcanzar al menos 500 millones de pesetas.

d) El nombre y domicilio de la Sociedad Gestora y del Depositario, los datos relativos a la inscripción de la Sociedad Gestora en el Registro Mercantil y en el Administrativo de Sociedades Gestoras, así como la identificación de sus Administradores.

e) El Reglamento de Gestión del Fondo, con las menciones mínimas que se detallan en el artículo siguiente.

**Art. 35. Reglamento de Gestión.**—1. El Reglamento de Gestión constituye el conjunto de normas que, ajustadas a la legislación vigente en cada momento, regirá el Fondo, y deberá contener, como mínimo, las siguientes especificaciones:

a) La denominación del Fondo.

b) El nombre y domicilio de la Sociedad Gestora y del depositario y las normas para la dirección, administración y representación del Fondo.

c) Requisitos de la sustitución de la Sociedad Gestora y el depositario.

d) El plazo de duración del Fondo, que podrá ser ilimitado.



e) Los criterios sobre inversiones y las normas para la selección de valores que hayan de integrar el Fondo.

f) Los planes especiales de inversión ofrecidos a los partícipes, con especificación de sus características en cuanto a aportaciones mínimas y su revisión, duración del plan, cuantía de las comisiones a pagar por los suscriptores de los planes, normas de preaviso para su cancelación por el partícipe, causas de terminación por la Sociedad Gestora, garantías que se obtengan de Instituciones Financieras, normas especiales de información y demás circunstancias de los planes.

g) Procedimiento para la emisión y reembolso de las participaciones.

h) Precio inicial de las participaciones al tiempo de la constitución del Fondo.

i) Volumen máximo si se considera conveniente establecerlo, que podrá alcanzar el total de participaciones propiedad de un mismo partícipe.

j) Características de los certificados y de las anotaciones representativas de las participaciones.

k) Comisiones mínimas y máximas inherentes a la suscripción y reembolso de participaciones.

l) Descuentos a favor del Fondo a practicar en los reembolsos.

m) Fijación de la forma en que haya de calcularse la comisión de la Sociedad Gestora y la remuneración por los servicios del depositario.

n) Criterios sobre distribución de resultados.

ñ) Forma y plazos para el pago efectivo a los partícipes de los beneficios distribuidos.

o) Requisitos y formas para llevar a cabo la modificación del contrato y del Reglamento y la conversión del Fondo en Sociedad.

p) Causas de disolución del Fondo y normas para su liquidación, indicando la forma de distribuir en tal caso el patrimonio entre los partícipes del mismo y los requisitos de publicidad que previamente habrán de cumplirse.

q) Forma o criterios de designación de los Auditores y, en su caso, derechos especiales de información sobre los estados financieros del Fondo y la Sociedad Gestora que se reconozcan a los partícipes.

2. Toda modificación del Reglamento, una vez autorizada, deberá ser publicada en el *Boletín Oficial del Estado* y comunicada por la Sociedad Gestora a los partícipes en el plazo de los diez días siguientes a la notificación de la autorización. Cuando la modificación afecte a la política de inversiones, distribución de resultados, requisitos para la modificación del contrato o del Reglamento de Gestión, sustitución de la Sociedad Gestora o del Depositario, conversión del Fondo en Sociedad, establecimiento o modificación de las Comisiones de Gestión, de Reembolso o de Depósito de Valores, los partícipes podrán optar, en el plazo de un mes a partir de la fecha de publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, a que se refiere el número 4, o de la fecha de remisión de las comunicaciones mencionadas en el mismo número, si ésta fuera posterior, por el reembolso de sus participaciones, sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, por el valor liquidativo, determinado conforme a lo dispuesto en el artículo 41, que corresponda a la fecha de la inscripción

de la correspondiente modificación en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este mismo deber de información por parte de la Sociedad Gestora y el derecho de reembolso de los partícipes regirá en caso de establecimiento o elevación de la Comisión de Reembolso, aunque no suponga modificación del Reglamento, si bien en este supuesto el valor liquidativo será el correspondiente a la fecha de entrada en vigor de la decisión adoptada por la Sociedad Gestora.

3. Si, como consecuencia del ejercicio por los partícipes de la facultad prevista en el número anterior, fueran solicitados reembolsos por un importe total igual o superior al 35 por 100 del patrimonio del Fondo, se considerará que ello constituye un hecho relevante a efectos del número 4 del artículo 10.

Si los reembolsos solicitados alcanzaran un importe total igual o superior al 50 por 100 del patrimonio del Fondo, éste podrá ser disuelto.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores exigirá, como requisito previo para la inscripción de toda modificación en sus Registros administrativos, la presentación de la documentación que acredite el cumplimiento de las obligaciones de publicación y comunicación, así como la posibilidad de que los partícipes hayan ejercitado el derecho de separación en las especiales condiciones que establece el número 2 de este artículo. Respecto a la obligación de publicación y comunicación, se entenderá acreditada por la presentación del extracto de publicación en el *Boletín Oficial del Estado* y la justificación de remisión adecuada de las comunicaciones.

Art. 36. *Suscripción pública de participaciones.*—

1. Con la finalidad de integrar el patrimonio necesario para la constitución del Fondo, la Sociedad Gestora y el Depositario, promotores de un Fondo de Inversión, podrán llevar a cabo una oferta pública de las participaciones del mismo, que quedará sometida a las siguientes reglas:

a) La intención de realizar tal oferta deberá incluirse en la documentación general relativa a la autorización del Fondo, cumpliendo todos los trámites previstos en el artículo 9.º del presente Reglamento.

b) La oferta pública, en cuanto emisión de valores, se ajustará a las normas previstas en el título III de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, aplicándose las mismas reglas especiales previstas en el número 1 del artículo 13 de este Reglamento.

2. Los recursos captados mediante la oferta de futuras participaciones se depositarán en el Depositario en cuenta especial abierta a nombre de los aportantes y se materializarán en valores de deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas, o en depósitos o cuentas a plazo o a la vista.

3. Transcurrido un año desde la autorización de la oferta pública sin que el Fondo se hubiera constituido por no haberse alcanzado el patrimonio mínimo legal, se procederá a la liquidación de la cuenta, devolviéndose a los aportantes el importe de sus respectivas aportaciones y los incrementos de patrimonio o rendimientos obtenidos, sin repercutírseles gasto alguno.

4. Esta suscripción pública y su liquidación serán objeto de verificación por los expertos en la forma esta-

blecida en este Reglamento. En estos casos se designará un Auditor por la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre los que figuren inscritos en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas.

5. Siempre que se alcance el patrimonio mínimo legal, el Fondo deberá ser constituido en el plazo de un mes, siempre que no hubiera transcurrido un año según lo dispuesto en el número 3, transmitiéndosele en el mismo acto la titularidad de los bienes existentes con las ganancias y rendimientos devengados. Simultáneamente se reconocerán a los aportantes participaciones en el Fondo por el importe equivalente a sus respectivas aportaciones.

6. En el procedimiento de suscripción pública de participaciones, la Sociedad Gestora y el depositario responderán frente a los partícipes y terceros en la forma establecida en la Ley de Sociedades Anónimas.

**Art. 37. Inversión del patrimonio.**—1. El activo del Fondo, que aumentará o disminuirá en cualquier momento por la suscripción o reembolso de participaciones, estará invertido de la forma siguiente:

a) Un porcentaje promedio mensual de saldos diarios del activo del Fondo no inferior al 80 por 100 deberá ser invertido en valores de los indicados en el artículo 17.

b) El resto de los recursos podrá invertirse, además de en los valores a los que se refiere la letra anterior, en los valores que gocen de especial liquidez según lo previsto en el artículo 49 de este Reglamento.

2. La Sociedad Gestora dispondrá de un plazo de tres meses para efectuar la inversión de las aportaciones dinerarias obtenidas con motivo de la constitución del Fondo.

**Art. 38. Depósito de valores mobiliarios y activos financieros.**—Los valores mobiliarios, activos financieros y efectivo integrados en el Fondo estarán bajo la custodia del Depositario. El efectivo, en todo caso, habrá de estar en cuenta abierta en Entidad de Depósito.

**Art. 39. Operaciones.**—Se aplicarán a los Fondos de Inversión las normas generales sobre operativa establecida para Sociedades de Inversión en el artículo 28 de este Reglamento.

**Art. 40. Administración.**—La dirección y administración de los Fondos de Inversión Mobiliaria se regirá por lo dispuesto en Reglamento de Gestión de cada Fondo, debiendo recaer necesariamente en una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva de las reguladas en este Reglamento, que no podrá hacerse sustituir en sus funciones mediante contrato de gestión con terceros.

En ningún caso podrán impugnarse por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos realizados por la Sociedad Gestora con terceros en el ejercicio de las atribuciones que les correspondan, conforme al artículo 2.º de este Reglamento.

**Art. 41. Las participaciones.**—1. El patrimonio del Fondo estará dividido en participaciones de iguales

características, sin valor nominal, que confieren a sus titulares un derecho de propiedad sobre aquél, ajustado a los términos que lo regulan legal y contractualmente.

2. El valor de la participación será el resultado de dividir el patrimonio del Fondo, evaluado de acuerdo con las normas señaladas en el artículo 43, por el número de participaciones en circulación.

3. El número de participaciones no será limitado y su suscripción o reembolso dependerán de la demanda o de la oferta que de las mismas se haga.

4. La transmisión de las participaciones, la constitución de derechos limitados u otra clase de gravámenes y el ejercicio de los derechos inherentes a las mismas se regirá por lo dispuesto con carácter general para los valores negociables. En el caso de que dichas participaciones se encuentren representadas por medio de anotaciones en cuenta, les será de plena aplicación lo señalado por los artículos 5.º a 12 de la Ley del Mercado de Valores.

5. La suscripción de participaciones implicará la aceptación por el partícipe del Reglamento por el que se rige el Fondo.

**Art. 42. Suscripciones y reembolso.**—1. La Sociedad Gestora estará obligada a emitir y reembolsar participaciones en el Fondo desde el mismo momento en que se solicite por los interesados, con los requisitos previstos en este artículo.

2. El precio de las participaciones, a los efectos de las suscripciones y reembolsos que se soliciten, será el valor diariamente fijado, conforme a lo previsto en el apartado 2 del artículo anterior, por la Sociedad Gestora, modificado, en su caso, por los descuentos a favor del Fondo o de la Sociedad Gestora que el Reglamento del Fondo determine.

3. A efectos de fijar dicho precio, el patrimonio del Fondo podrá valorarse a los cambios bursátiles o equivalentes correspondientes al día hábil anterior al de la solicitud, al mismo día o al siguiente, según establezca el Reglamento del Fondo.

4. En el supuesto de reinversiones pactadas con carácter automático, el precio aplicable será el correspondiente a la fecha del devengo del beneficio reconocido al partícipe.

5. En todo caso, el valor que se señale para la suscripción será el mismo que regirá para los reembolsos solicitados al mismo tiempo.

6. En los planes especiales de inversión ofrecidos a los partícipes se podrá determinar el precio para la suscripción de participaciones con cargo a las cuotas del plan, en función de un día fijo comprendido en el período de pago de aquéllas.

7. El pago del reembolso se hará por el Depositario en el plazo máximo de tres días hábiles desde la presentación de la solicitud a la Sociedad Gestora.

8. Como excepción a lo dispuesto en el apartado anterior, los Reglamentos de Gestión de los Fondos podrán establecer que los reembolsos por cifras superior a los 50 millones de pesetas o cualquier otras superior exigirán para su plena efectividad el preaviso a la Sociedad Gestora con diez días de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de reembolso. Asimismo,

cuando la suma total de lo reembolsado a un mismo partícipe, dentro de un período de diez días, sea igual o superior a 50 millones de pesetas, podrá la Sociedad Gestora exigir el requisito del preaviso para las nuevas peticiones de reembolso que, cualquiera que sea su cuantía, le formule el mismo partícipe dentro de los diez días siguientes al reembolso últimamente efectuado.

9. Cuando la contratación de valores cotizados hubiese sido suspendida y dichos valores y otros similares, aún no cotizados, emitidos por la misma Sociedad Gestora formen parte del Fondo, el reembolso y suscripción de la participación se realizará al precio determinado conforme a los apartados anteriores de este artículo, siempre que la valoración de los valores citados no exceda del 5 por 100 del valor del patrimonio y así se haya previsto en el Reglamento del Fondo.

En cualquier otro caso, la suscripción y reembolso de participaciones se hará en efectivo por la parte del precio de la participación que no corresponda a los valores citados en el párrafo precedente, haciéndose efectiva la diferencia cuando se reanude la contratación y habida cuenta de la cotización el primer día en que se produzca. En la suscripción el partícipe, y en el reembolso la Sociedad Gestora, harán constar que se comprometen a hacer efectivas las diferencias calculadas en la forma expresada, debiendo la Sociedad Gestora proceder a la compensación de diferencias caso de que el partícipe solicitase el reembolso de las participaciones antes de superarse las circunstancias que dieron lugar a su débito.

10. En casos excepcionales, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar, a solicitud motivada de la Sociedad Gestora, y cuando así esté previsto en el Reglamento de Gestión, que el reembolso de participaciones se haga en valores que formen parte integrante del Fondo. La Comisión Nacional del Mercado de Valores fijará en tales supuestos las condiciones y plazos en los que podrá hacerse uso de dicha facultad excepcional.

**Art. 43. Valoración del patrimonio.**—1. El valor del patrimonio de los Fondos será el resultante de deducir las cuentas acreedoras de la suma de todos sus activos, valorados con sujeción a las normas contenidas en el presente Reglamento y en las disposiciones que lo desarrollan.

2. Los valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores se valorarán a los cambios del último día bursátil anterior a aquel al que se refiere la valoración. No obstante, al solo efecto de determinar el precio de las participaciones, podrán valorarse al del mismo día o siguiente bursátil o equivalente, si así está previsto en el Reglamento de Gestión del Fondo.

**Art. 44. Distribución de resultados.**—1. Los resultados serán la consecuencia de deducir de la totalidad de los rendimientos obtenidos por el Fondo la comisión de la Sociedad Gestora y los demás gastos previstos en el Reglamento de cada Fondo, en especial los de auditoría y custodia.

2. A efectos de determinación del valor o precio de coste de los activos enajenados podrán utilizarse los sistemas de coste medio ponderado o de identificación de partidas, de acuerdo con lo dispuesto en el Regla-

mento del Fondo, manteniéndose el sistema elegido a lo largo de, por lo menos, tres ejercicios completos.

3. El Reglamento del Fondo establecerá los períodos de determinación de sus resultados, así como la forma de su distribución.

4. En ningún caso podrán distribuirse los incrementos de patrimonio no realizados. No son incrementos de patrimonio los rendimientos de capital devengados por los valores mobiliarios y activos financieros que formen parte del patrimonio. A estos efectos no constituye distribución de resultados la entrega de participaciones en el Fondo liberadas con cargo a dichos incrementos.

**Art. 45. Comisiones.**—1. Las Sociedades Gestoras podrán percibir de los Fondos una comisión de gestión como remuneración de sus servicios. Los límites máximos de dicha comisión se fijarán en el Reglamento de Gestión del Fondo en función de su patrimonio, de sus rendimientos, o de ambas variables.

2. La comisión se aplicará con carácter general a todos los partícipes, salvo lo previsto en el artículo 35.1.f), de este Reglamento, y su cuantía inicial y sucesivas modificaciones deberán hacerse públicas en la forma prevista en el artículo 10.1.c).

3. No podrán percibirse comisiones de gestión que superen los límites siguientes:

a) Cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del Fondo, el 2,5 por 100 de éste.

b) Cuando se calcule únicamente en función de los resultados, el 20 por 100 de los mismos.

c) Cuando se utilicen ambas variables, el 1,5 por 100 del patrimonio y el 10 por 100 de los resultados.

Se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda a variar los porcentajes anteriores hasta un máximo del 25 por 100 de los respectivos límites.

4. Las comisiones de suscripción y reembolso no podrán ser superiores al 5 por 100 del precio de las participaciones.

5. La comisión del Depositario no podrá exceder del 4 por 100 anual del valor nominal del patrimonio custodiado. Excepcionalmente, y previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dicha comisión podrá ser superior tratándose de Depositarios que hayan de cumplir íntegramente sus funciones con el extranjero. Con independencia de esta comisión, los Depositarios podrán percibir de los Fondos comisiones de realización de operaciones de compra o venta, cobro de cupones u otras actividades similares, siempre que sean conformes con las normas generales reguladoras de las correspondientes tarifas.

**Art. 46. Cuentas anuales.**—1. Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión deberán formular, dentro de los tres primeros meses de cada ejercicio económico, el Balance, la Cuenta de Resultados y la Memoria Explicativa referidos al ejercicio anterior del Fondo administrado.

2. Los documentos mencionados en el apartado anterior deberán ser auditados de acuerdo con lo previsto en el artículo 60 y siguientes de este Reglamento.

3. Dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio, las Sociedades Gestoras presentarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores los citados documentos contables, junto con el informe de auditoría.

4. El ejercicio económico para las Sociedades Gestoras y para los Fondos de Inversión será el año natural.

5. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de los preceptos contenidos en los artículos 43, 44 y en el presente.

**Art. 47. *Disolución y liquidación.***—1. Serán causas de disolución del Fondo el cumplimiento del término señalado en el contrato de constitución, el acuerdo de la Sociedad Gestora y el Depositario cuando el Fondo fue constituido por tiempo indefinido, el cumplimiento de los supuestos previstos en este Reglamento, y las demás causas que se establezcan en su Reglamento de Gestión.

2. Una vez disuelto el Fondo se abrirá el período de liquidación, quedando suspendido el derecho de reembolso. La Sociedad Gestora, con el concurso del Depositario, actuará de liquidador, procediendo con la mayor diligencia y en el más breve plazo posible a enajenar los valores y activos del Fondo y a satisfacer y percibir los créditos. Una vez realizadas estas operaciones, elaborarán los correspondientes estados financieros y determinarán la cuota que corresponda a cada partícipe.

Dichos estados deberán ser verificados en la forma prevista en este Reglamento. El Balance y Cuenta de Resultados deberán ser publicados en el *Boletín Oficial del Estado* y en uno de los periódicos de mayor circulación del domicilio de la Sociedad Gestora.

Transcurrido el plazo de un mes a partir de la fecha de su publicación sin que hubiera habido reclamaciones se procederá al reparto del patrimonio entre los partícipes. Las cuotas no reclamadas en el plazo de tres meses se consignarán en depósito en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos, quedando a disposición de sus legítimos dueños.

Si hubiera reclamaciones se estará a lo que disponga el Juez o Tribunal competente, pudiéndose realizar entregas a los partícipes en concepto de liquidación provisional.

Una vez efectuado el reparto total del patrimonio, la Sociedad Gestora y el Depositario solicitarán la cancelación de los asientos referentes al Fondo en el Registro Mercantil y en el Registro administrativo que corresponda.

#### SECCION V.—Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario

**Art. 48. *Legislación aplicable y denominación exclusiva.***—1. Los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario se regirán por las disposiciones establecidas en esta sección y, en su defecto, por las mismas normas que los Fondos de Inversión Mobiliaria.

2. Su denominación deberá ir seguida de la expresión «Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario», o su abreviatura: «FIAMM».

**Art. 49. *Inversión del patrimonio.***—1. Un porcentaje promedio mensual de saldos diarios del activo del Fondo no inferior al 90 por 100 deberá estar invertido en valores de renta fija admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o, en los términos que autorice la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en otros valores de los mencionados en el artículo 17, que, por su vencimiento a corto plazo o por las garantías de su realización, gocen de elevada liquidez.

2. No podrán formar parte del patrimonio de estos Fondos, acciones, obligaciones convertibles o que otorguen derecho a participar en ampliaciones de capital ni activos con plazos remanentes de amortización o reembolso superiores a los que resulten del fijado de acuerdo con lo previsto en el número 1 de este artículo.

3. Los Fondos a los que se refiere este artículo no podrán invertir más del 40 por 100 de su activo en valores de renta fija que no gocen de elevada liquidez.

4. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, establecerán con carácter general los criterios para determinar cuándo deba entenderse que un valor goza de elevada liquidez.

Asimismo, el Ministro de Economía y Hacienda podrá modificar el porcentaje señalado en el número anterior.

**Art. 50. *Participaciones.***—1. La Sociedad Gestora estará obligada a reembolsar las participaciones desde el mismo momento en que se solicite por sus titulares, con las salvedades previstas en el apartado 3 de este artículo.

2. El pago del reembolso por el Depositario se hará, como máximo, el día hábil siguiente a la presentación de la solicitud.

3. Como excepción a lo dispuesto en el apartado anterior, el Reglamento del Fondo podrá establecer que los reembolsos por cifra superior a 1.000 millones de pesetas o cualquier otra superior exigirán para su plena efectividad el preaviso a la Sociedad Gestora con cinco días de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de reembolso.

**Art. 51. *Valoración del patrimonio e imputación de resultados.***—1. El valor del patrimonio del Fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos las cuentas acreedoras.

2. La valoración de los valores admitidos a cotización oficial se realizará de acuerdo con lo establecido en el artículo 43 de este Reglamento. Los demás activos financieros que formen parte del patrimonio se valorarán, habida cuenta del plazo de amortización y de sus características intrínsecas, utilizando los criterios de valor de amortización y precio de mercado en la forma que determine el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Diariamente la Sociedad Gestora determinará el valor del patrimonio del Fondo y sus participaciones. La comisión de gestión, los impuestos que gravan los beneficios, incluidos los que recaigan sobre las plusvalías no realizadas de los activos en cartera y los gastos a cargo del Fondo se periodificarán diariamente.

4. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dictarán las disposiciones necesarias para el desarrollo de los preceptos contenidos en los números anteriores del presente artículo.

Art. 52. *Comisiones.*—1. La comisión de gestión no podrá superar los límites siguientes:

a) Cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del Fondo, el 1,5 por 100 de éste.

b) Cuando se calcule únicamente en función de los resultados, el 15 por 100 de éstos.

c) Cuando se utilicen ambas variables, el 1 por 100 del patrimonio y el 5 por 100 de los resultados.

Se autoriza al Ministerio de Economía y Hacienda a variar los porcentajes anteriores hasta un máximo del 25 por 100 de los respectivos límites.

2. Las comisiones de suscripción y reembolso no podrán exceder del 1 por 100 del precio de las participaciones.

3. La retribución del Depositario se pactará libremente, pero no podrá ser superior al 1,5 por 100 anual del patrimonio custodiado. Con independencia de esta comisión, los Depositarios podrán percibir de los Fondos comisiones de realización de operaciones de compra o venta, cobro de cupones y otras actividades similares, siempre que sean conformes con las normas reguladoras de las correspondientes tarifas.

### CAPITULO III

#### **Sociedades Gestoras y Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva**

Art. 53. *Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.*—1. Las Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva deberán reunir los siguientes requisitos:

a) Forma de inscripción: Podrán actuar como Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva las Sociedades Anónimas cuyo capital social se encuentre representado por acciones nominativas y que, cumpliendo los requisitos señalados en los párrafos siguientes, figuren dedidamente inscritas en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Denominación exclusiva: A continuación de su denominación deberá constar la indicación «Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva», o su abreviatura: «SGIIC».

c) Objeto social: Tendrán como objeto social exclusivo la administración y representación de Instituciones de Inversión Colectiva, siendo indelegable la adopción

de las decisiones de inversión o desinversión, sin perjuicio de lo señalado en el número 2.

Será objeto de cancelación la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de aquellas Sociedades Gestoras que no asuman la administración de una Institución de Inversión Colectiva en el plazo del año siguiente a dicha inscripción.

d) Recursos propios y complementarios: Dispondrán en el momento de inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de un capital social mínimo de 50 millones de pesetas, íntegramente desembolsado. Estos recursos propios, en tanto no superen la cifra mínima establecida en el párrafo anterior, deberán estar invertidos, al menos en un 60 por 100, en valores de Deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas, o en valores admitidos a negociación en una Bolsa de Valores. El 40 por 100 restante podrá estar invertido en cualquier activo adecuado al cumplimiento del fin social, excepto participaciones de las instituciones gestionadas.

Los recursos propios deberán incrementarse en una proporción del 5 por 1.000 del valor efectivo del patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva que administren, en tanto éste no exceda de 10.000 millones de pesetas, y del 3 por 1.000 en lo que exceda de la cuantía señalada. A estos efectos, se considerarán recursos propios de la Sociedad el 40 por 100 de sus beneficios estimados, determinados de acuerdo con lo señalado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

e) Administración de la Sociedad: Entre sus órganos del gobierno deberá figurar un Consejo de Administración.

f) Financiación ajena: En ningún caso podrán emitir obligaciones, pagarés, efectos o títulos análogos, ni dar en garantía o pignorar los activos en que se materialicen los recursos propios mínimos a los que se refiere el párrafo d) anterior.

Sólo podrán acudir al crédito para financiar los activos de libre disposición, y con límite máximo del 20 por 100 de sus recursos propios.

2. Previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá contratarse por las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva la realización de funciones puramente administrativas y de gestión de activos extranjeros por Entidades que tengan el domicilio y la sede efectiva de administración fuera del territorio nacional.

La solicitud deberá ser presentada por la Sociedad Gestora inscrita en el Registro administrativo, que será subsidiariamente responsable ante los partícipes o los accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la Entidad gestora extranjera, salvo que ésta hubiera sido impuesta por la Sociedad de Inversión Mobiliaria de cuya gestión se trate, lo que deberá acreditarse.

En el procedimiento de autorización se aplicará lo previsto en el artículo 9.2 de este Reglamento, debiendo comprobarse que la Entidad extranjera ofrece unas garantías similares a las ofrecidas por las Sociedades Gestoras reguladas en el número 1 de este artículo.

Los contratos a los que se refiere este número deberán garantizar la continuidad en la administración de los activos extranjeros, de modo que aquellos no queden resueltos por la mera sustitución de la Sociedad Gestora española, salvo que al acordar dicha sustitución se decida también el de la Entidad extranjera.

Art. 54. *Funciones de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión.*—Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión tendrán como funciones:

a) Redactar el Reglamento de Gestión del Fondo y otorgar con el Depositario, tanto la correspondiente escritura pública de constitución del Fondo como, en su día, las de modificación o liquidación del mismo.

b) Ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el Fondo, en exclusivo beneficio de los partícipes.

c) Llevar la contabilidad del Fondo, con la debida separación de la Sociedad Gestora, y efectuar la rendición de cuentas en la forma prevista en el presente Reglamento.

En aquellos casos en los que las participaciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta, la Sociedad Gestora deberá otorgar, junto al Depositario, la escritura pública a que se refiere el artículo 6.º de la Ley del Mercado de Valores.

d) Determinar el valor de las participaciones en la forma y a los efectos previstos en este Reglamento.

e) Emitir, en unión del Depositario, los certificados de participación en el Fondo y demás documentos previstos en este Reglamento.

f) Efectuar el reembolso de las participaciones, señalando al Depositario su valor de acuerdo con las normas establecidas al efecto.

g) Acordar, si procede, la distribución de los resultados del ejercicio de acuerdo con las normas aplicables.

h) Seleccionar los valores que deban integrar el Fondo, de acuerdo con lo previsto en su Reglamento, y ordenar al Depositario la pertinente compra y venta de valores.

Art. 55. *Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva.*—1. Podrán ser Depositarios los Bancos, Cajas de Ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro, la Caja Postal, las Sociedades y Agencias de Valores y las Cooperativas de Crédito. En todo caso, la tesorería deberá estar depositada en una Entidad de Depósito.

2. Ninguna Entidad podrá ser Depositaria de Fondos de Inversión gestionados por una Sociedad perteneciente al mismo Grupo, ni de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable en las que se dé la misma circunstancia, salvo cuando se cumplan las siguientes normas de separación:

a) Inexistencia de Consejeros o Administradores comunes.

b) Dirección efectiva de la Sociedad Gestora por personas independientes del Depositario.

c) Que en la Cartera de la Institución no haya valores emitidos por el Depositario que superen el 1 por 100 del activo de la Institución.

d) Que la Sociedad Gestora y el Depositario tengan domicilios diferentes y separación física de sus centros de actividad.

3. Sin perjuicio del cumplimiento de los requisitos a que se refiere el número anterior, cuando el Depositario pertenezca al mismo grupo que la Sociedad Gestora del Fondo de Inversión o que las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable respecto a las que realice aquella función, se aplicarán las siguientes reglas:

a) La Sociedad Gestora o, en su caso, la Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y el Depositario deberán arbitrar un conjunto de medidas que garanticen que la información derivada de sus respectivas actividades no se encuentra al alcance, directa o indirectamente, del personal de la otra Entidad. Ambas Entidades deberán aportar, junto a la solicitud a la que se refiere el artículo 9.1 de este Reglamento, la documentación que asegure el desarrollo de sus funciones de forma autónoma y la prevención de conflictos de intereses entre los del grupo de Entidades al que pertenecen y los de los partícipes del Fondo administrado.

b) La Sociedad Gestora o la Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable deberán manifestar, en los documentos de información señalados por el artículo 10 de este Reglamento, el tipo exacto de relación que les vincule al Depositario, tomando como referencia, en su caso, la enumeración de circunstancias contenidas en el párrafo segundo del artículo 4.º de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

c) La Sociedad Gestora o la Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable deberán hacer referencia en el Informe trimestral y en la Memoria anual a las operaciones de adquisición o venta de valores en las que el depositario sea vendedor o comprador, respectivamente.

4. El Depositario será responsable de la custodia de los valores, sin que esta responsabilidad se vea afectada por el hecho de que confíe a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tenga encomendada.

5. Ninguna de las Entidades señaladas en el número 1 de este artículo podrá utilizar la denominación de Depositario de Instituciones de Inversión Colectiva más que en relación con las funciones de depositario respecto de éstas.

6. Cada Institución de Inversión Colectiva tendrá un solo Depositario, sin perjuicio de la existencia de diferentes depósitos de valores o efectivo. Ninguna Entidad podrá ser simultáneamente Sociedad Gestora y Depositario de una misma Institución de Inversión Colectiva.

7. El Ministerio de Economía y Hacienda, o con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quedan facultados para determinar las condiciones en que deba realizarse el depósito de valores extranjeros.

Art. 56. *Funciones de los Depositarios de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y de los Fondos de Inversión.*—Los Depositarios de

Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y de Fondos de Inversión desarrollarán las siguientes funciones:

a) Redactar el Reglamento de Gestión de los Fondos de Inversión y otorgar la escritura pública de constitución, así como las escrituras de modificación o liquidación. Ambas funciones deberán ser desarrolladas de manera conjunta con la Sociedad Gestora.

b) Asumir ante los partícipes o accionistas la función de vigilancia y supervisión de la gestión realizada por las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión o por los Administradores de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable. En el desarrollo de esta función, los Depositarios estarán obligados a comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cualquier anomalía que detecten en la gestión.

c) Emitir, en unión de la Sociedad Gestora, los certificados de las participaciones en los Fondos de Inversión que estén representados a través de dichos títulos. Asimismo, podrán solicitar a las entidades encargadas de los registros contables, por cuenta y en nombre de los partícipes, la expedición de los certificados a los que alude el artículo 12 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, cuando se trate de participaciones representadas mediante anotaciones en cuenta.

d) Cumplimentar las suscripciones de participaciones, cobrando el importe correspondiente, cuyo neto abonarán en la cuenta de los Fondos. La comisión prevista para estos casos para la Sociedad Gestora la abonará en la cuenta de la misma, abierta en el propio Depositario.

e) Satisfacer por cuenta de los fondos los reembolsos de participaciones ordenadas por la Sociedad Gestora, cuyo importe neto adeudará en la cuenta del Fondo. La comisión descontada la acreditará a la Sociedad Gestora en la cuenta que tenga en el propio Depositario.

f) Pagar los dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones en circulación, así como cumplimentar las órdenes de reinversión recibidas.

g) Cumplimentar, por cuenta de las Instituciones, las operaciones de compra y venta de valores, y cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos.

h) Recibir los valores de las Instituciones y constituirlos en depósito, garantizando su custodia y expidiendo los resguardos justificativos.

i) Recibir y custodiar los activos líquidos de las Instituciones.

**Art. 57. Sustitución de Sociedades Gestoras y Depositarios.**—1. La Sociedad Gestora o el Depositario podrán solicitar su sustitución cuando así lo estimen pertinente, mediante escrito conjunto presentado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A tal escrito se acompañará el de la nueva Sociedad Gestora o el nuevo Depositario, según proceda, en el que el sustituto se declare dispuesto a aceptar tal función, e interese la correspondiente autorización o inscripción, según corresponda. En ningún caso podrán la Sociedad Gestora y el Depositario renunciar al ejercicio de sus respectivas funciones, mientras no se hayan cumplido todos los

requisitos y trámites para la designación de sus sustitutos.

2. El procedimiento concursal de la Sociedad Gestora o del Depositario no producirá de derecho la disolución de la Institución de Inversión Colectiva administrada o custodiada, pero la Entidad afectada cesará en la gestión o custodia de la Institución.

3. En caso de cesación por cualquier causa de la Sociedad Gestora, la gestión de la Institución quedará encargada en forma automática y provisional al Depositario, a quien competirá el ejercicio de todas las funciones propias de aquélla. Si en el plazo de un año no surgiera una nueva Sociedad inscrita en el Registro administrativo y dispuesta a encargarse de la gestión, el Fondo quedará disuelto, abriéndose el período de liquidación. Si quien cesara en su funciones fuera el Depositario, los activos del Fondo se depositarán en el Banco de España, y, en el caso de no surgir un nuevo Depositario en el plazo de un año, el Fondo quedará asimismo disuelto, abriéndose el período de liquidación. La liquidación se realizará por la Sociedad Gestora o el Depositario según el caso, en la forma prevista en el artículo 47 de este Reglamento.

4. La sustitución de la Sociedad Gestora o del Depositario de Fondos de Inversión Mobiliaria, así como los cambios que se produzcan en el control de la primera, conferirán a los partícipes un derecho al reembolso de sus participaciones en los términos establecidos en el artículo 35 de este Reglamento.

5. A los efectos del número precedente, se considerará que existe un cambio en el control de la Sociedad Gestora de un Fondo de Inversión Mobiliaria cuando se acumule sobre una persona física o jurídica distinta a la que lo ostentara con anterioridad, el poder de decisión sobre dicha Sociedad.

6. La sustitución y el cambio en el control a los que se refieren los números precedentes deberán ser publicados mediante un anuncio en el *Boletín Oficial del Estado* y en dos diarios de difusión nacional.

**Art. 58. Obligaciones y responsabilidades.**—1. Las Sociedades Gestoras y los Depositarios actuarán en interés de los partícipes en las inversiones y patrimonios que administren y custodien.

2. Las Sociedades Gestoras y los Depositarios serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que les causaran por incumplimiento de sus respectivas obligaciones. La Sociedad Gestora y el Depositario estarán obligados a exigirse esta responsabilidad en nombre de los partícipes.

3. Caso de que sea el Depositario responsable de los perjuicios, la responsabilidad podrá ser reclamada por los partícipes, bien de forma directa, bien indirectamente a través de la Sociedad Gestora. No obstante, ésta no estará obligada a hacer tal reclamación sino cuando lo soliciten socios o partícipes que representen, al menos, el 10 por 100 del capital o del patrimonio, respectivamente.

4. Será de aplicación a los socios de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva el régimen de información sobre participaciones significativas en los mismos términos previstos para los socios de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo en

los artículos 5.º y 6.º de este Reglamento, con las siguientes peculiaridades:

- a) Los porcentajes significativos serán el 20 por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100.
- b) No será de aplicación lo previsto en el primer párrafo del número 3 del artículo 6.º

#### CAPITULO IV

##### Otras Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero

Art. 59. *Legislación aplicable.*—1. Se considerarán Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero no tipificadas en la Ley aquellas que, reuniendo las características establecidas en el artículo 1.1 de este Reglamento, tengan como actividad principal la gestión e inversión de cualquier clase de activos financieros.

2. A estas Instituciones les será de aplicación lo dispuesto en los capítulos I y V de la Ley 46/1984, así como en los artículos 10 y 11 de la misma, extendiéndose a todos sus activos la obligación de depósito establecida en el número 3 de dicho artículo 11. Asimismo, quedarán sujetas a las correspondientes normas de desarrollo contenidas en este Reglamento y en sus disposiciones complementarias.

3. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer la normativa de desarrollo relativa a este tipo de instituciones. Dicha normativa deberá estar inspirada en los principios de protección de los inversores y analogía con el régimen de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero legalmente tipificadas.

#### CAPITULO V

##### Auditoría e inspección

Art. 60. *Verificación contable.*—La revisión y verificación de los documentos contables de las Instituciones de Inversión Colectiva se realizará de acuerdo con lo previsto en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, y en las disposiciones que la desarrollen.

Art. 61. *Auditorías de las Instituciones de Inversión Colectiva.*—La auditoría de cuentas de las Instituciones de Inversión Colectiva se extenderá a los documentos contables propios de esta clase de Instituciones, de acuerdo con lo previsto en la normativa específica de las mismas y, en su caso, en la Ley de Sociedades Anónimas.

Art. 62. *Designación de los expertos.*—Los Auditores de cuentas serán designados por las Juntas Generales de las Sociedades de Inversión Mobiliaria o por las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión. La designación habrá de realizarse en el primer semestre del primer ejercicio económico que haya de ser examinado, recaerá en alguna de las personas o Entidades a que se refiere el artículo 6 de la Ley de Auditoría de Cuentas, y será notificada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que también se le notificará cualquier modificación en la designación de los Auditores.

En todo lo no previsto en este Reglamento se estará a la normativa específica sobre auditoría de cuentas.

Art. 63. *Inspección.*—Corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la inspección de las Instituciones y Sociedades reguladas en el presente Reglamento.

#### CAPITULO VI

##### Régimen sancionador y medidas de intervención y de sustitución

Art. 64. *Clasificación de infracciones.*—Las infracciones se clasifican, de acuerdo con su respectiva trascendencia, en tres categorías: leves, graves y muy graves. La reincidencia de una misma infracción, sancionada por resolución firme, dentro de un período de tres ejercicios, determinará que se califique con arreglo a la categoría inmediata superior. No obstante, en las infracciones leves sólo se entenderá que hay reincidencia cuando la misma infracción se cometa tres veces de un mismo ejercicio, o seis veces dentro del período de tres ejercicios.

Art. 65. *Infracciones leves.*—Son infracciones leves los hechos que impliquen meros retrasos en el cumplimiento de obligaciones de carácter formal o incumplimientos de escasa trascendencia de norma de carácter sustantivo, siempre que no lesionen, o lo hicieran levemente, los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta condición:

a) La remisión, fuera de los plazos fijados reglamentariamente, de la información que las Instituciones y sus Gestores han de rendir de acuerdo con lo preceptuado en el artículo 10 de este Reglamento.

b) La demora en la publicación de la información que, de conformidad con el mismo artículo, han de difundir entre los socios, partícipes y público en general.

c) La llevanza de la contabilidad de acuerdo con criterios distintos de los establecidos legalmente.

d) (1) El exceso de inversión sobre los coeficientes establecidos en el artículo 4.º y sobre los que se estipulen al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, siempre que el exceso tenga carácter transitorio y no exceda del 20 por 100 de los límites legales.

Cuando se refiera a los coeficientes establecidos en el artículo 4.º, se entenderá que un exceso es transitorio cuando se den las tres circunstancias siguientes:

1.ª Que el exceso no se prolongue durante más de cinco días hábiles en un período de rendición de información de los que se establezcan en desarrollo del apartado 5 del artículo 10.

2.ª Que el exceso no se produzca más de una vez en el mismo período.

3.ª Que esta situación no se reitere en más de dos períodos en un ejercicio.

(1) Nueva redacción, RD 686/1993, de 7 de mayo.



Quando se refiera a los coeficientes que se establezcan al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, se considerará que un exceso es transitorio si no se prolonga más de seis meses en un período de un año.

e) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en la Ley, en las Sociedades Anónimas, en este Reglamento o en los Estatutos o Reglamentos de las Instituciones que por su naturaleza no deba calificarse como infracción grave o muy grave.

Art. 66. *Infracciones graves.*—Son infracciones graves aquellas que signifiquen incumplimiento de obligaciones formales o de normas de carácter sustantivo, cuando la acción u omisión ponga en peligro cierto y grave o lesione gravemente los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Tienen esta consideración:

a) La falta de remisión de la información a que se refieren los artículos 6.º y 10.5 del presente Reglamento.

b) La falta de publicación de la información a los socios, partícipes y público prevista en el mismo artículo 10 de este Reglamento.

c) (1) El exceso de inversión sobre los coeficientes del artículo 4.º y sobre los que se establezcan al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, párrafo segundo, cuando la infracción no deba calificarse como leve.

d) (1) El exceso en las limitaciones impuestas en el artículo 19 a las obligaciones frente a terceros, o las que se establezcan conforme a lo dispuesto en el artículo 72.5.

e) El incumplimiento de la obligación de depósito establecida en el artículo 18 de este Reglamento.

f) El cobro de comisiones de gestión con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos en la Ley, en este Reglamento y en los Estatutos o Reglamentos de las Instituciones.

g) El incumplimiento de lo preceptuado en el artículo 4.1.c).

h) (1) El incumplimiento de los coeficientes de inversión mínima de los artículos 17, 26, 37 y 49, o los que se establezcan al amparo de lo dispuesto en los artículos 71.4 y 72.2, párrafo primero, del presente Reglamento, cuando la falta de inversión tenga carácter transitorio y no supere el 20 por 100 del mismo. Para apreciar el carácter transitorio del incumplimiento se estará a lo previsto en el apartado d) del artículo 65.

No se calificará como infracción del coeficiente de inversión mínima el incumplimiento resultante de la liquidación de operaciones de enajenación de valores, siempre que en el plazo de un mes se reinviertan los recursos y se alcance el coeficiente de inversión obligatoria mínimo establecido para cada tipo de Instituciones de Inversión Colectiva..

i) El incumplimiento de las demás obligaciones o prohibiciones establecidas en la Ley, en la de Sociedades Anónimas, en este Reglamento o en los Estatutos o Reglamentos de las Instituciones que por su naturaleza no deba calificarse como infracción leve o muy grave.

Art. 67. *Infracciones muy graves.*—Son infracciones muy graves las acciones u omisiones, cualesquiera que sea su naturaleza, que, quebrantando la legislación, pongan en gravísimo peligro o lesionen muy gravemente los intereses de los accionistas, partícipes y terceros, o desvirtúen el objeto de las Instituciones. Tienen esta consideración:

a) La omisión o falsedad en la contabilidad y en la información que se debe facilitar o publicar, de conformidad con los artículos 6.º y 10.

b) La inversión en cualesquiera activos distintos de los autorizados legalmente.

c) El incumplimiento de la obligación de verificación contable establecida en el artículo 60.

d) El incumplimiento de la prohibición de pignoración impuesta en el artículo 18 y la realización de operaciones de opción o préstamos bursátiles con infracción de las cautelas fijadas reglamentariamente.

e) El incumplimiento de los coeficientes de inversión mínima, cuando no deba calificarse como infracción grave.

f) La adquisición de acciones propias en las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo, salvo lo previsto en los artículos 75 y 76 de la Ley de Sociedades Anónimas.

g) La compraventa de las propias acciones en las Sociedades de Capital Variable y la emisión y reembolso de participaciones con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos por la Ley, este Reglamento y los Estatutos y Reglamentos de Gestión de las Instituciones.

h) La utilización de las denominaciones o abreviaturas reservadas por esta Ley a las Instituciones de Inversión Colectiva por Entidades o personas no inscritas en los correspondientes Registros y la realización por éstas de actividades reservadas a dichas Instituciones, sin perjuicio en ambos casos de las responsabilidades de otro orden en que hubieran podido incurrir.

i) La resistencia o negativa a la inspección establecidas en el artículo 63.

j) La realización de operaciones con incumplimiento de las limitaciones establecidas en el artículo 8.º.

k) (1) El incumplimiento de los plazos de permanencia de las inversiones fijadas en el artículo 75 bis.4.

l) (1) El incumplimiento por las Sociedades Gestoras de las obligaciones en materia de valoración de inmuebles que se establezcan conforme a lo previsto en el artículo 74.6 del presente Reglamento.

m) (2) El incumplimiento de las demás obligaciones y prohibiciones establecidas en la Ley, en la Ley de Sociedades Anónimas, en este Reglamento y en los

(1) Nueva redacción, RD 686/1993, de 7 de mayo.

(2) Anterior apartado k), RD 686/1993, de 7 de mayo.

Estatutos o Reglamento de las Instituciones cuando por su naturaleza no deba calificarse como infracción leve o grave.

Art. 68. *Sanciones.*—Las sanciones serán:

a) Para las infracciones leves, amonestación privada y multa de hasta el 10 por 100 de la infracción, si ésta es cifrable, o hasta 500.000 pesetas en otro caso.

b) Para las infracciones graves, amonestación pública, suspensión temporal de Administradores y multa hasta del 30 por 100 de la infracción, si ésta es cifrable, o hasta 10.000.000 de pesetas en otro caso.

c) Para las infracciones muy graves, suspensión definitiva de Administradores, multa hasta el 50 por 100 de la infracción, si ésta es cifrable, o hasta 25.000.000 de pesetas, en otro caso, exclusión temporal o definitiva de los Registros especiales y, en su caso, ingreso en el Tesoro del importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que hubiera disfrutado, con los intereses de demora correspondientes. La calificación de una infracción como muy grave llevará consigo, con independencia de cualquiera de las anteriores sanciones, la amonestación pública del Administrador o Administradores responsables de la misma.

Las sanciones se impondrán a las personas responsables de las correspondientes infracciones. Las sanciones pecuniarias que se impongan conjuntamente a los componentes de órganos colegiados se prorratearán entre los responsables; en caso de insolvencia total o parcial de éstos, responderá subsidiariamente la Sociedad.

Para la imposición de las sanciones se tendrán en consideración los perjuicios económicos causados o que se hubieren podido causar a los accionistas y partícipes.

Art. 69. *Organos competentes.*—La competencia para la instrucción de los expedientes y para la imposición de las correspondientes sanciones se regirá por las siguientes reglas:

a) Será competente para la instrucción de los expedientes la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

c) La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de su Comité Consultivo, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros. Cuando la Entidad infractora sea una Entidad de Crédito, para la imposición de la correspondiente sanción será preceptivo el previo Informe del Banco de España.

Art. 70. *Procedimiento sancionador.*—1. El procedimiento sancionador será el que resulta de lo previsto en los artículos 19 a 25 de la Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, entendiéndose hechas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores

las referencias contenidas en los mismos al Banco de España. Igualmente será de aplicación para el ejercicio de la postestad sancionadora atribuida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo dispuesto en sus artículos 7, 14 y 15, así como, en relación con las Instituciones de Inversión Colectiva que revistan la forma de Sociedades Anónimas, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Carteras, lo previsto en su artículo 17.

2. En el caso de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores apreciara, en el ejercicio de las competencias que le corresponden sobre las Instituciones de Inversión Colectiva, que en la realización de las correspondientes auditorías de cuentas se pudiera haber producido alguna de las infracciones previstas en el artículo 16 de la Ley 19/1988, lo pondrá inmediatamente en conocimiento del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

3. Será de aplicación a las Sociedad de Inversión Mobiliaria, a las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y a las Sociedades Gestoras de Carteras lo dispuesto para las Entidades de Crédito en el Título III de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito. La competencia para acordar las medidas de intervención y sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## TITULO II (1)

### Instituciones de Inversión Colectiva no financieras

#### CAPITULO I

#### Disposiciones comunes

Artículo 71. *Definición y legislación aplicable.*

1. Son Instituciones de Inversión Colectiva no financiera las personas o entidades que capten públicamente los fondos, bienes o derechos en las condiciones y con los límites establecidos en el artículo 1, apartado 1, de este Reglamento, para su inversión, en forma mayoritaria, en activos distintos de los de carácter financiero.

2. Estas Instituciones deberán estar domiciliadas en España y tener en territorio español su administración central. Podrán adoptar cualquier forma jurídica legalmente reconocida, rigiéndose por lo dispuesto en la Ley 46/1984, en este Reglamento y, en su defecto, por las leyes que resulten aplicables a la forma jurídica que válidamente hubieran adoptado.

3. Estas Instituciones estarán sometidas al régimen de autorización previa y registro establecido en el artículo 9 de este Reglamento.

4. El principio de diversificación de riesgos contenido en los artículos 2.2 y 4 se adaptará por el Ministro de Economía y Hacienda a las especialidades del tipo y naturaleza de sus inversiones.

(1) Los Títulos II y III tienen nueva redacción, según el RD 686/1993.

## CAPITULO II

### De las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria

#### Artículo 72. Disposiciones generales.

1. Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria son aquellas Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero cuyo objeto exclusivo es la inversión en bienes inmuebles para su explotación, exclusividad que será compatible con la inversión en valores y activos líquidos a que se refiere el apartado siguiente.

2. Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria invertirán mayoritariamente su activo en bienes inmuebles. Asimismo, podrán invertir un porcentaje de aquél en valores negociables, siempre que resulten aptos para su adquisición por Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. Además, en el caso de Fondos, deberán mantener un coeficiente de liquidez, que se deberá materializar en efectivo, depósitos, cuentas a la vista, activos de renta fija con plazo de vencimiento o amortización inferior a dieciocho meses negociados en mercados secundarios organizados o compraventas con pacto de recompra de valores de Deuda Pública.

El Ministro de Economía y Hacienda determinará los porcentajes máximos y mínimos de inversión en los diferentes tipos de activos, el número mínimo de bienes integrantes, tipos de los mismos, porcentaje máximo que un único bien inmueble puede representar sobre el activo total, plazo para alcanzar los porcentajes de inversión, que en ningún caso será superior a dos años, así como las posibles limitaciones a adquisiciones de bienes inmuebles de entidades del grupo de las Sociedades Gestoras.

3. Los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria deberán incluir en su denominación las expresiones Fondos de Inversión Inmobiliaria y Sociedades de Inversión Inmobiliaria, o sus correspondientes abreviaturas: «FII» y «SII». Las anteriores denominaciones serán privativas de las entidades inscritas en los correspondientes registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4. Ni los socios o partícipes de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, ni las personas o entidades que mantengan vínculos con aquéllos conforme a los criterios contenidos en el artículo 5.4 del presente Reglamento, o formen parte del mismo grupo conforme a lo previsto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo o el patrimonio de los mismos, ni titulares de otros derechos distintos de los derivados de su condición de socios o partícipes.

5. En materia de obligaciones frente a terceros, las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria se ajustarán a lo dispuesto en el artículo 19 del presente Reglamento. No obstante, podrán obtener financiación con garantía hipotecaria sobre sus bienes o derechos en el porcentaje que determine el Ministro de Economía y Hacienda.

#### Artículo 73. Régimen de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria serán Sociedades Anónimas que sólo podrán adoptar las formas de Capital Fijo.

2. El capital social mínimo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria, que estará totalmente desembolsado desde su constitución, será de 1.500 millones de pesetas.

3. Las aportaciones para la constitución del capital deberán realizarse en efectivo.

4. El número mínimo de accionistas, el plazo para alcanzarlo y el régimen de admisión a negociación en Bolsa de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria se ajustarán a lo previsto en los artículos 13 y 15 del presente Reglamento. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer limitaciones a la participación directa o indirecta de un único socio.

#### Artículo 74. Régimen de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

1. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria deberán tener un patrimonio mínimo inicial de 1.500 millones de pesetas, totalmente desembolsado.

2. Las aportaciones para la constitución del patrimonio sólo podrán realizarse en efectivo.

3. El número mínimo de partícipes será el previsto en el artículo 15 del presente Reglamento, número que deberá ser alcanzado en el plazo de un año a contar desde la constitución del Fondo. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer limitaciones a la participación directa o indirecta de un único partícipe.

4. El régimen de las participaciones y de su suscripción y reembolso se ajustará a las siguientes reglas:

a) El precio de suscripción y reembolso deberá ser fijado, al menos, mensualmente por la Sociedad Gestora del Fondo.

b) El valor de los bienes inmuebles tomará como referencia el de la última tasación. Sin embargo, los incrementos del valor de los bienes inmuebles, conforme a las tasaciones que se realicen de cada uno de ellos, se distribuirá mes a mes durante un plazo de doce meses. Las disminuciones del valor se imputarán al mes en que se realice la tasación.

c) Deberá permitirse a los partícipes el reembolso de sus participaciones al menos una vez al año.

d) Podrá suspenderse temporalmente, y con carácter excepcional, la suscripción o el reembolso de participaciones en los casos de peticiones superiores al 15 por 100 del patrimonio total del Fondo, así como en los casos que el Ministro de Economía y Hacienda establezca para asegurar una buena gestión del Fondo. Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores dar la oportuna autorización expresa en cada caso concreto.

5. Los criterios de valoración de los bienes inmuebles que integren el patrimonio de los Fondos serán, en general, los contemplados en el Reglamento de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, y en la Orden de 28 de julio de 1989 sobre valoración de bienes en el mercado hipotecario, con las

adaptaciones que sean necesarias por la especialidad del régimen de inversiones de los citados Fondos que establezca el Ministro de Economía y Hacienda. Los demás derechos reales sobre bienes inmuebles se valorarán por el criterio de valor de mercado.

6. Los bienes inmuebles deberán tasarse al menos una vez al año, y, en todo caso, en el momento de su adquisición o venta. Dicha tasación será realizada, conforme a los criterios y periodicidad establecidos expresamente en el Reglamento de Gestión de los Fondos, por una Sociedad de Tasación de las previstas en la legislación el Mercado Hipotecario.

### TITULO III

#### Régimen fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión

Artículo 75. *Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.*

1. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria cuyos valores representativos del capital estén admitidos a negociación en Bolsa de Valores tendrán el siguiente régimen especial de tributación en el Impuesto sobre Sociedades:

- a) El tipo de gravamen será del 1 por 100.
- b) No tendrán derecho a deducción alguna en la cuota.
- c) Cuando el importe de las retenciones practicadas sobre los ingresos del sujeto pasivo supere la cuantía de la cuota calculada aplicando el tipo recogido en el párrafo a) anterior, la Administración procederá a devolver de oficio el exceso.
- d) Los dividendos que distribuyan estarán sometidos a retención, salvo que sean percibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, pero no darán derecho al perceptor, sea éste persona física o jurídica, a practicar deducción alguna por doble imposición.

El régimen establecido en este apartado resultará provisionalmente aplicable a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de nueva creación y estará condicionado a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los valores representativos de su capital sean admitidos a negociación en Bolsa de Valores. Si no llegara a cumplirse tal condición, la tributación por el Impuesto sobre Sociedades de los ejercicios transcurridos se girará al tipo general vigente en cada uno de ellos, con devengo de intereses de demora.

2. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria que no reúnan los requisitos estipulados en el apartado anterior tributarán por el Impuesto sobre Sociedades de acuerdo con el régimen general y, cuando proceda, quedarán sometidas al régimen de transparencia fiscal.

3. Los dividendos distribuidos por una Sociedad de Inversión Mobiliaria, cualquiera que sea su régimen de tributación en el Impuesto sobre Sociedades, estarán sometidos a retención, sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo d) del apartado 1 de este artículo.

No obstante, tratándose de Sociedades de Inversión Mobiliaria sometidas al régimen de transparencia fiscal, resultará aplicable lo dispuesto en los artículos 374 y 385 del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre.

4. En los casos de exclusión o renuncia de la negociación en Bolsa de Valores de las acciones de las Sociedades de Inversión Mobiliaria a que se refiere el apartado 1 de este artículo, la pérdida del régimen fiscal especial se entenderá referida a la fecha en que se hubiera producido efectivamente dicha exclusión o renuncia.

En la referida fecha se exigirá la liquidación de la cuenta de resultados.

5. Las Sociedades de Inversión mobiliaria de Capital Variable cuantificarán diariamente la provisión para el Impuesto sobre Sociedades, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 32 de este Reglamento, y atendiendo a las normas de cuantificación derivadas de la aplicación del correspondiente régimen fiscal.

Las eventuales desviaciones al cierre del ejercicio entre lo provisionado y lo efectivamente resultante se integrarán en el patrimonio de la entidad.

Artículo 75 bis. *Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.*

1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto social exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento, tendrán el siguiente régimen de tributación en el Impuesto sobre Sociedades, con independencia de que coticen o no en Bolsa de Valores:

- a) El tipo de gravamen será del 1 por 100.
- b) No tendrán derecho a deducción alguna en la cuota.
- c) Cuando el importe de las retenciones practicadas sobre los ingresos del sujeto pasivo supere la cuantía de la cuota calculada aplicando el tipo recogido en el párrafo a) anterior, la Administración procederá a devolver de oficio el exceso.
- d) Los dividendos que distribuyan estarán sometidos a retención, salvo que sean percibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, que no darán derecho al perceptor, sea éste persona física o jurídica, a practicar deducción alguna por doble imposición.

El régimen establecido en el presente apartado resultará provisionalmente aplicable a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria de nueva creación y estará condicionado a que en el plazo de un año, contado desde su inscripción en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, alcancen los por-

centajes de inversión en inmuebles que se establezcan al amparo de lo dispuesto en el artículo 72 del presente Reglamento. Si no llegara a cumplirse tal condición, la tributación por el Impuesto sobre Sociedades del ejercicio transcurrido se girará al tipo general vigente en el mismo, con devengo del interés de demora.

2. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que, con carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto social exclusivo la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, cuando además, las viviendas representen, al menos, el 50 por 100 del total del activo, tendrán el mismo régimen fiscal que el previsto en el número anterior, con las siguientes especialidades:

a) El tipo de gravamen será el 7 por 100.

b) Los bienes inmuebles de naturaleza urbana, que, excluidas las viviendas, podrán integrar el activo serán los precisados conforme a lo dispuesto en el artículo 72 del presente Reglamento.

c) El 50 por 100 de inversión en viviendas a que se refiere el primer párrafo de este apartado vendrá referido al conjunto total del activo, conforme al promedio anual de saldos mensuales.

3. La exclusividad del objeto social a que se refieren los apartados 1 y 2 será compatible con la inversión por parte de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria en valores y activos líquidos, conforme a lo dispuesto en el artículo 72 del presente Reglamento.

4. La aplicación del régimen fiscal previsto en los apartados anteriores requerirá que los bienes inmuebles que integren el activo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria no se enajenen en el plazo de cuatro años desde su adquisición, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### Artículo 76. *Imposición indirecta de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.*

1. Las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión de Sociedades de Inversión Mobiliaria, cuyo capital esté representado por valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores, quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

2. La exención se entenderá concedida con carácter provisional y quedará sin efecto transcurrido el plazo de dos años, desde la inscripción de la Sociedad en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sin que los valores representativos de capital hubieran sido admitidos a negociación en Bolsa de Valores. En este caso, se requerirá el ingreso de la totalidad del impuesto devengado por las operaciones realizadas con sus correspondientes intereses de demora.

#### Artículo 76 bis. *Imposición indirecta de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.*

1. Las adquisiciones de viviendas destinadas a arrendamiento por las Sociedades de Inversión Inmo-

liaria a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 75 bis del presente Reglamento gozarán de una bonificación del 95 por 100 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, siempre que el régimen de adquisición e inversión se ajuste a lo dispuesto en el artículo 72 del presente Reglamento.

2. Las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión de Sociedades de Inversión Inmobiliaria quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

3. Los beneficios previstos en los apartados 1 y 2 del presente artículo se entenderán concedidos con carácter provisional y quedarán sin efecto transcurrido el plazo de un año desde la inscripción de la Sociedad en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sin alcanzar los porcentajes de inversión en viviendas u otros bienes inmuebles a que se refiere el artículo 72.2 del presente Reglamento. En este caso, se requerirá el ingreso de la totalidad del impuesto devengado por las operaciones realizadas, con sus correspondientes intereses de demora.

#### Artículo 77. *Régimen fiscal aplicable a los socios de Sociedades de Inversión Mobiliaria.*

1. Los socios, personas físicas, de Sociedades de Inversión Mobiliaria acogidas al régimen fiscal especial del apartado 1 del artículo 75 no tendrán derecho a la deducción establecida en el artículo 78 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, por razón de los dividendos de Sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

Igualmente, los socios, personas jurídicas, de Sociedades de Inversión Mobiliaria acogidos al régimen fiscal especial del apartado 1 del artículo 75 no tendrán derecho a las deducciones recogidas en los apartados 1 y 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

2. En los casos de Sociedades de Inversión Mobiliaria no acogidas al régimen fiscal especial, los socios, ya sean personas físicas o jurídicas, aplicarán las deducciones por dividendos específicamente contempladas en sus respectivos impuestos personales para los casos de percepción de dividendos. Lo dispuesto en este apartado se entiende sin perjuicio de la aplicación, cuando proceda, del régimen de transparencia fiscal.

#### Artículo 77 bis. *Régimen fiscal aplicable a los socios de Sociedades de Inversión Inmobiliaria.*

1. Los socios, personas físicas, de Sociedades de Inversión Inmobiliaria a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 75 bis del presente Reglamento, no tendrán derecho a la deducción establecida en el artículo 78 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, por razón de los dividendos de Sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

Igualmente, los socios, personas jurídicas, de Sociedades de Inversión Inmobiliaria, a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 75 bis del presente Reglamento, no tendrán derecho a las deducciones recogidas en los apartados 1 y 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

2. En los casos de Sociedades de Inversión Inmobiliaria no acogidas al régimen fiscal especial previsto

en los apartados 1 y 2 del artículo 75 bis, los socios, ya sean personas físicas o jurídicas, aplicarán las deducciones por dividendos específicamente contempladas en sus respectivos impuestos personales para los casos de percepción de dividendos. Lo dispuesto en este apartado se entiende sin perjuicio de la aplicación, cuando proceda, del régimen de transparencia fiscal.

*Artículo 78. Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de los Fondos de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.*

1. Los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario tributarán de acuerdo con el régimen fiscal especial previsto para las Sociedades de Inversión Mobiliaria, accediendo al mismo mediante su inscripción en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de la aplicación de tal régimen, en cuanto sea procedente, a los actos anteriores a dicha inscripción.

2. La valoración de su patrimonio, la distribución de resultados y la suscripción y reembolso de sus participaciones exigirán la cuantificación día a día de la provisión para el Impuesto sobre Sociedades. El régimen de dicha cuantificación será análogo al previsto para las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.

3. Los resultados que distribuyan estarán sometidos a retención.

*Artículo 78 bis. Tratamiento en el Impuesto sobre Sociedades de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.*

1. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto exclusivo la inversión en viviendas para su arrendamiento tendrán el mismo régimen de tributación en el Impuesto sobre Sociedades que el previsto en el artículo 75 bis, apartado 1, del presente Reglamento para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria, con las siguientes particularidades:

a) Los resultados que distribuyan a los partícipes estarán sometidos a retención, salvo que sean percibidos por residentes en países comunitarios distintos de España, pero no darán derecho al perceptor, sea éste persona física o jurídica, a practicar deducción alguna por doble imposición.

b) En los casos de reembolso de participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso y el de adquisición tendrá para el partícipe la consideración de incremento o disminución patrimonial, no estando, por tanto, sometida a retención.

c) Las transmisiones de participaciones, distintas de la operación de reembolso, darán lugar a la aplicación del régimen fiscal general establecido para los incrementos o disminuciones de patrimonio.

2. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de Instituciones de Inversión Colectiva no financieras, tengan por objeto la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, cuando además, las viviendas representen, al menos, el

50 por 100 del total del activo, tendrán el mismo régimen fiscal que el previsto en el artículo 75 bis, apartado 2, párrafos a) a c), del presente Reglamento para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

3. A los Fondos de Inversión Inmobiliaria previstos en los dos apartados anteriores les resultará de aplicación lo previsto en los apartados 3 y 4 del artículo 75 bis del presente Reglamento. La autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores prevista en el citado apartado 4 se concederá, en todo caso, cuando peticiones masivas o cuantiosas de reembolso lo requieran.

*Artículo 79. Imposición indirecta de los Fondos de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.*

1. Los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario acogidos al régimen fiscal especial gozarán de exención en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados con el mismo alcance establecido para las Sociedades de Inversión Mobiliaria.

2. La gestión de los Fondos de Inversión Mobiliaria y de Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario estará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

*Artículo 79 bis. Imposición indirecta de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.*

1. Las adquisiciones de viviendas destinadas a arrendamiento por los Fondos de Inversión Inmobiliaria, a los que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 78 bis del presente Reglamento gozarán de la misma bonificación prevista en el apartado 1 del artículo 76 bis del presente Reglamento para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

2. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria, a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 78 bis del presente Reglamento gozarán de la exención para constitución prevista en el apartado 2 del artículo 76 bis del presente Reglamento.

3. Los beneficios previstos en los apartados 1 y 2 del presente artículo se entenderán concedidos con carácter provisional, y quedarán sin efecto si, transcurrido el plazo de un año desde la inscripción del Fondo de Inversión Inmobiliaria en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, aquél no alcanza los porcentajes de inversión en viviendas o bienes inmuebles a que se refiere el artículo 72.2 de este Reglamento.

4. La gestión de Fondos de Inversión Inmobiliaria estará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

*Artículo 80. Régimen fiscal aplicable a los partícipes de Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.*

1. Los partícipes, personas físicas, de Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario acogidos al régimen fiscal especial del apartado 1 el artículo 75, no tendrán derecho a la deducción establecida en el artículo 78 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, por razón de los dividendos de Sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

Igualmente, los partícipes, personas jurídicas, de Fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario acogidos al régimen fiscal especial del apartado 1 del artículo 75 no tendrán derecho a las deducciones recogidas en los apartados 1 y 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

2. En los casos de reembolso o transmisión de participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso o transmisión y el de adquisición tendrá para el partícipe la consideración de incremento o discriminación patrimonial, no estando, por tanto, sometida a retención.

Artículo 80 bis. *Régimen fiscal aplicable a los partícipes de Fondos de Inversión Inmobiliaria.*

1. Los partícipes, personas físicas, de Fondos de Inversión Inmobiliaria a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 75 bis, no tendrán derecho a la deducción establecida en el artículo 78 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, por razón de los dividendos de Sociedades percibidos por el sujeto pasivo.

Igualmente, los partícipes, personas jurídicas, de Fondos de Inversión Inmobiliaria a que se refieren los apartados 1 y 2 del artículo 75 bis, no tendrán derecho a las deducciones recogidas en los apartados 1 y 2 del artículo 24 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

2. En los casos de reembolso o transmisión de participaciones, la diferencia entre el precio de reembolso o transmisión y el de adquisición tendrá para el partícipe la consideración de incremento o disminución patrimonial, no estando, por tanto, sometida a retención.

#### TITULO IV

##### Sociedades Gestoras de Cartera

Art. 81. *Registro y denominación exclusiva.*—1. La actividad de gestión de carteras de valores podrá ser desarrollada por Sociedades mercantiles constituidas al efecto e inscritas en el Registro de Sociedades Gestoras de Cartera de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ninguna otra Entidad podrá desarrollar con carácter habitual dicha actividad, con las excepciones previstas en la Ley del Mercado de Valores. La denominación «Sociedad Gestora de Cartera», así como sus siglas «SGC», serán privativas de las Entidades que consten inscritas en el citado Registro administrativo.

2. La inscripción en el Registro de Sociedades Gestoras de Cartera deberá solicitarse de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando la siguiente documentación:

a) Proyecto de escritura de constitución, con los Estatutos sociales, en su caso.

b) Memoria en la que figure la estructura de la organización, la relación de medios personales y materiales de que vaya a disponer la Entidad para el desarrollo de su actividad y el plan de negocio previsto. En particular, la Memoria deberá describir el organigrama de la Entidad, sus áreas funcionales y correspondientes órganos de decisión, el personal previsiblemente ad-

crita a cada área y los requisitos de formación y experiencia aplicables, los sistemas de información, la organización y equipos informáticos y los locales, oficinas y, en su caso, sucursales y representaciones previstos.

c) Relación de socios.

d) Relación de Administradores y Directores generales o asimilados, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional de cada uno de ellos.

En todo caso cabrá exigir a los promotores cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos legal o reglamentariamente establecidos.

3. Verificado por los servicios competentes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que el expediente está completo y que concurren los requisitos legal o reglamentariamente establecidos, se procederá a la inscripción de la Sociedad en el Registro de Sociedades Gestoras de Carteras, una vez acreditada la inscripción de la correspondiente escritura en el Registro Mercantil, si es de conformidad con el proyecto previo.

Art. 82. *Requisitos de las Sociedades Gestoras de Carteras.*—1. La relación de socios de las Sociedades Gestoras de Carteras habrá de ser conocida públicamente. Cuando se trate de Sociedades Anónimas sus acciones serán nominativas.

2. Las Sociedades Gestoras de Carteras someterán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con carácter previo a su aplicación, los modelos de contrato-tipo con los que se propongan efectuar su actividad. En ningún caso se entenderá que forma parte de dicha actividad la mediación en la colocación, adquisición o venta de valores en favor de personas que no tengan contratada con la Sociedad de gestión de sus carteras.

3. Sus Administradores deberán contar con una reconocida honorabilidad comercial o profesional, así como con conocimientos y experiencia adecuados en los términos previstos en las letras b) y c) del número 2 del artículo 9.º de este Reglamento. En el caso de que la Sociedad esté regida por un Consejo de Administración, sólo serán exigibles conocimientos y experiencias adecuados a la mayoría de sus miembros.

4. Para garantizar el buen fin de su actividad, las Sociedades Gestoras de Carteras deberán mantener unos recursos propios no inferiores al resultado de sumar a 10.000.000 de pesetas un 5 por 1.000 del volumen patrimonial administrado, en lo que éste no exceda de 10.000.000.000 de pesetas, y un 3 por 1.000 en lo relativo al exceso.

5. Las personas que tengan encomendada su dirección, gestión o representación no podrán realizar funciones similares en las Entidades emisoras de los valores que formen parte de las carteras administradas por las Sociedades Gestoras, salvo que esta circunstancia sea notificada en forma fehaciente al titular de los valores administrados. Esa notificación deberá realizarse en un plazo máximo de diez días, contados a partir de que tal circunstancia se produzca.

Art. 83. *Régimen contable y obligaciones de información.*—1. Las Sociedades Gestoras de Carteras habrán de publicar una Memoria anual con el siguiente contenido:

- Balance y cuenta de resultados del ejercicio.
- Informe explicativo del ejercicio.
- Relación de socios y Administradores.
- Tarifas a cobrar por los servicios financieros que se ofrezcan de modo general al público
- Volumen del patrimonio administrado o asesorado.
- Número de clientes.

2. Los estados financieros de la Entidad serán comprobados por los expertos o sociedades de expertos mencionados en el artículo 62. En ningún caso se extenderá la comprobación a los patrimonios administrados.

3. Los Administradores deberán redactar los documentos y estados financieros previstos en el apartado 1 en los tres meses siguientes al fin del ejercicio social.

4. Sin perjuicio de lo establecido en las leyes mercantiles y en la Ley de Auditoría de Cuentas y de lo que se dispone en los números anteriores, el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer y modificar los registros que deberán llevar las Sociedades Gestoras de Carteras, las normas contables y los modelos a que deberán sujetarse sus Balances y Cuentas de Resultados, disponiendo la frecuencia y el detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o hacerse públicos con carácter general.

5. Será de aplicación a los socios de las Sociedades Gestoras de Carteras el régimen de información sobre participaciones significativas previsto para los socios de las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo en los artículos 5 y 6 de este Reglamento, con las siguientes peculiaridades:

a) Los porcentajes significativos serán el 20 por 100 y todos sus múltiplos hasta el 100 por 100.

b) No será de aplicación lo previsto en el primer párrafo del número 3 del artículo 6.<sup>º</sup>

Art. 84. *Actividad de las Sociedades Gestoras de Carteras.*—1. Las Sociedades Gestoras de Carteras estarán sometidas en el desarrollo de su actividad a las condiciones que le sean aplicables de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo.

2. Las Sociedades Gestoras de Carteras únicamente podrán adquirir valores por cuenta propia en los mismos términos que para las Agencias de Valores se establecen en el artículo 23 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo. En ningún caso podrán comprar o vender valores por cuenta propia a las personas cuyas Carteras administren.

Art. 85. *Régimen de supervisión, inspección y sanción.*—1. Sin perjuicio de las infracciones o sanciones previstas en el número 4 del artículo 36 de la Ley 46/1984, las Sociedades Gestoras de Carteras estarán

sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en el título VIII de la Ley del Mercado de Valores en todo lo que se refiera al desarrollo de sus actividades.

## DISPOSICIONES ADICIONALES

*Primera.* 1. La comercialización en España de acciones y participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva domiciliadas en otros Estados Miembros de la Comunidad Económica Europea y sometidas al régimen previsto en las Directivas del Consejo de la Comunidad de 20 de diciembre de 1985 (85/611/CEE) y de 22 de marzo de 1988 (88/220/CEE), será libre, con sujeción a las siguientes normas:

1.<sup>º</sup> La Institución cuyas acciones o participaciones se pretenda comercializar deberá respetar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas vigentes en España que no entren en el ámbito regulado por las mencionadas Directivas.

2.<sup>º</sup> La publicidad en España de la Institución deberá respetar las disposiciones que regulan esta materia en el Derecho español.

3.<sup>º</sup> La Institución deberá adoptar las medidas que, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, resulten necesarias a fin de facilitar los pagos a los accionistas y partícipes, la adquisición por la Institución de sus acciones o el reembolso de las participaciones, la difusión de las informaciones que deban suministrar a los accionistas y partícipes residentes en España y, en general, el ejercicio por éstos de sus derechos.

4.<sup>º</sup> La comercialización en territorio español de las acciones o participaciones de la Institución deberá producirse a través de los intermediarios facultados y en las condiciones establecidas en la Ley del Mercado de Valores. Serán igualmente de aplicación las normas vigentes en materia de control de cambios.

5.<sup>º</sup> La Institución deberá presentar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la siguiente documentación:

a) Comunicación previa del proyecto de comercialización de sus acciones o participaciones en territorio español, a la que deberá adjuntarse copia de la comunicación efectuada a la autoridad supervisora de origen.

b) Certificado de las autoridades del Estado miembro de origen de la que resulte que la Institución reúne las condiciones establecidas en las Directivas citadas en la presente disposición adicional.

c) Reglamento del Fondo de Inversión o escritura de constitución de la Sociedad de Inversión.

d) Folleto informativo.

e) Último informe anual y último informe semestral.

f) Memoria sobre las modalidades previstas de comercialización en territorio español.

Los documentos a los que hacen referencia las letras b), c) y d) habrán de presentarse visados por la autoridad competente del estado de origen. Todos los documentos deberán ser acompañados por su traducción al castellano.



2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores verificará la documentación presentada y la incorporará a sus Registros. En aquellos supuestos en los que considere que las modalidades previstas de comercialización no se ajustan a lo que resulta exigible conforme a la Directiva 85/611/CEE, emitirá una resolución motivada en la que expresará las causas de dicha insuficiencia.

Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores no adoptara una decisión en el plazo de los dos meses siguientes a la presentación de la documentación establecida en el punto 5.º del número precedente, la Institución podrá iniciar, a través del intermediario nacional facultado, la comercialización en los términos descritos en la documentación aportada.

*Segunda.* 1. Las Instituciones de Inversión Colectiva domiciliadas fuera del territorio de la Comunidad Económica Europea o no sometidas a las Directivas señaladas en la disposición adicional precedente podrán comercializarse en España cuando acrediten ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores el cumplimiento de los siguientes extremos:

1.º Que están sujetas en su Estado de origen a una normativa específica que proteja los intereses de los accionistas o partícipes a un nivel no inferior al de la normativa española.

2.º Que la autoridad del Estado de origen a la que esté encomendado el control e inspección de la Institución proporcione un informe favorable con respecto al desarrollo de las actividades de ésta.

Acreditados tales extremos, la Institución extranjera deberá someterse a los requisitos previstos en el artículo 61 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y a los preceptos que se dicten en su desarrollo.

Todos los documentos a los que se refiere este número deberán presentarse acompañados de su traducción al castellano.

2. Para que la Institución pueda comercializar sus acciones o participaciones en España será preciso que sea expresamente autorizada a tal fin por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y quede registrada en el Registro que a este efecto se cree en dicha Comisión. El número con el que la Institución quede registrada en la Comisión deberá reflejarse en todo documento y publicidad de la Institución que se difunda en España.

*Tercera.* La comercialización de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva españolas en el ámbito de la Comunidad Económica Europea estará sometida, sin perjuicio de lo establecido en la normativa de control de cambios, a los siguientes requisitos:

1.º La Institución española que pretenda comercializar sus acciones o participaciones en alguno de los Estados Miembros de la Comunidad deberá informar del proyecto de comercialización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2.º Asimismo, las mencionadas Instituciones habrán de solicitar de la Comisión Nacional del Merca-

do de Valores la expedición de un certificado de las características señaladas en la letra b) de la regla 5.ª del número 1 de la disposición adicional primera.

*Cuarta.* Las Sociedades Gestoras de Carteras podrán transformarse en Sociedades o Agencias de Valores cumpliendo los siguientes requisitos especiales:

1.º Que cumplan todas las condiciones establecidas para la autorización e inscripción de las Sociedades o Agencias de Valores por los artículos 1.º, 2.º, 3.º y 4.º del Real Decreto 276/1989. Quedan, no obstante, eximidas del cumplimiento de los requisitos relativos a la fundación simultánea y al desembolso en efectivo respecto de la parte de capital desembolsado en el momento de la solicitud.

2.º Que la suma del valor de su patrimonio neto y de las aportaciones previstas en efectivo sea superior a la cifra mínima de capital respectivamente establecida para las Sociedades y Agencias de Valores en la letra e) del artículo 2 del citado Real Decreto 276/1989. La comprobación de este segundo requisito exigirá la presentación de Balance legalmente auditado y cerrado no antes del último día del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud.

*Quinta.* En tanto no se establecen con carácter general los criterios a que se refiere el artículo 49.4 de este Reglamento, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer que un valor o categoría de valores goza de elevada liquidez a los efectos previstos en el señalado artículo 49, ya sea mediante la correspondiente mención practicada en el trámite de verificación y registro de la emisión de los valores, ya mediante resolución adoptada al efecto.

## DISPOSICIONES TRANSITORIAS

*Primera.* Las Instituciones de Inversión Colectiva que a 1 de enero de 1989 superasen los límites de inversión señalados en el artículo 4.º de este Reglamento deberán quedar adaptadas a dichos límites al 31 de diciembre de 1991, de forma que no superen los tantos por ciento de inversión que a continuación se especifican a las fechas que se señalan, con referencia a los supuestos contemplados en el citado artículo 4.º

SUPUESTOS	1-10-1989	31-12-1990	31-12-1991
Núm. 1, a) inc. primero	5	5	5
Núm. 1, a) inc. segundo	5	3	0
Núm. 1, b)	5	5	5
Núm. 1, c)	25	20	15
Núm. 2, a)	5	5	5
Núm. 2, b)	25	20	15
Núm. 3	35	35	35

*Segunda.* 1. Los deberes de información y publicidad sobre participaciones significativas previstas en los artículos 5.º y 6.º del Reglamento se entenderán referidos a las adquisiciones, reembolsos y transmisiones que tengan lugar a partir del 31 de diciembre de 1990, sin perjuicio de la normativa general aplicable a las Socie-

dades de Inversión Mobiliaria cuyas acciones estén admitidas a negociación.

2. En tanto no se dicten las normas de desarrollo a que se refiere el número 5 del artículo 6 de este Reglamento, la forma en que deban efectuarse las correspondientes comunicaciones y demás extremos, se ajustarán al régimen establecido para el cumplimiento de las obligaciones contempladas en el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores.

3. No obstante, las personas físicas o jurídicas que a la entrada en vigor del presente Reglamento sean titulares de porcentajes de participación en Instituciones de Inversión Colectiva iguales o superiores a los expresados en el número 2 del artículo 5.º, deberán poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores este extremo, en el plazo de un mes a partir de la entrada en vigor del presente Reglamento, concretando las Instituciones de que se trate y el importe exacto de su participación en las mismas.

*Tercera.* Las Sociedades de Inversión Mobiliaria a las que se refiere el artículo 12 del Reglamento que a la fecha de entrada en vigor del mismo dispongan de un capital social inferior al establecido como mínimo para las Instituciones de nueva creación, deberán adaptarse a lo previsto en el presente Reglamento no más tarde del día 31 de diciembre de 1991. Esta fecha límite será eficaz a no ser que con posterioridad a la entrada en vigor del Reglamento se produzcan cambios en el accionariado o participación, que impliquen la entrada de nuevos miembros dominantes o de grupos de control, en el sentido del artículo 4.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en cuyo supuesto será obligatoria la elevación inmediata del nivel mínimo de capital o patrimonio de acuerdo con lo establecido en el citado artículo 12 de este Reglamento.

*Cuarta.* Las Instituciones de Inversión Colectiva inscritas en los correspondientes Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la fecha de entrada en vigor de este Reglamento dispondrá de un plazo que vence el día 31 de diciembre de 1991 para adaptarse a las exigencias de esta normativa en materia de obligaciones frente a terceros, artículo 19, inversión de su activo o patrimonio, artículos 17, 26, 37 y 49.

*Quinta.* Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que, a la entrada en vigor del presente Reglamento, tuvieran prestado un aval por Entidad de depósito a los efectos de lo dispuesto en el artículo 53.1.d), párrafo 2º del antiguo Reglamento, dispondrán de un plazo que vence el 31 de diciembre de 1991 para adaptarse a lo previsto en presente Real Decreto.

*Sexta.* Las Sociedades Gestoras de Entidades depositarias de Instituciones de Inversión Colectiva inscritas en los Registros correspondientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la fecha de entrada en vigor de este Reglamento dispondrán de un plazo que vence el día 31 de diciembre de 1991 para acomodar su situación a las previsiones de los números 2 y 3 del artículo 55 del citado Reglamento.

*Séptima.* Las Sociedades Gestoras de Carteras inscritas en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la fecha de entrada en vigor de este Reglamento dispondrán de un plazo que vence el 31 de diciembre de 1991 para adaptarse a lo previsto en el Título IV del expresado Reglamento.

*Octava.* Antes del día 31 de diciembre de 1991 las Instituciones de Inversión Colectiva, sus Sociedades Gestoras y las Sociedades de Carteras deberán adaptar sus Estatutos o Reglamentos de gestión a lo dispuesto en el presente Real Decreto.

#### DISPOSICION FINAL UNICA (1)

Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las disposiciones que sean necesarias para el cumplimiento y ejecución del presente Real Decreto y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, salvo en materias fiscales, para que, en el ejercicio de sus competencias, dicte, a su vez, las circulares que procedan.

(1) Añadida por RD 686/1993, de 7 de mayo.

## ORDEN DE 24 DE SEPTIEMBRE DE 1993 SOBRE FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSIÓN INMOBILIARIA (BOE, 5 de octubre) (\*)

La presente Orden culmina un proceso normativo que, iniciado por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, continuó con el Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo.

Con la aprobación de esta Orden será posible la implantación en España de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias, de notable arraigo y utilidad en otros países. Dada la vocación que estas fórmulas de inversión tienen para invertir en inmuebles en alquiler, unida al régimen fiscal legalmente adoptado, es de esperar un apreciable incremento, a medio plazo, de la oferta de viviendas en alquiler, atendiéndose así a una de las principales preocupaciones que, en materia de política de la vivienda, ha venido manifestando el Gobierno de la Nación. Por otra parte, se introduce en nuestro sistema financiero una nueva institución caracterizada por su seguridad y rentabilidad a largo plazo, que, por ello, podrá suscitar especial interés en los inversores institucionales.

La Orden regula sólo los aspectos financieros de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, ya que los aspectos fiscales lo fueron en la Ley 19/1992 y el Real Decreto 686/1993, citados.

Aunque la Orden, en coherencia con las normas que desarrolla, regula tanto las Sociedades como los Fondos de Inversión Inmobiliaria, es esta última figura la que es objeto de una regulación más completa, debiendo constituir el Fondo de Inversión la fórmula ordinaria de inversión colectiva inmobiliaria.

En relación con éstos, la Orden persigue garantizar tanto su transparencia y adecuada valoración como un cierto grado de liquidez en la inversión, si bien esto último, dada la naturaleza inmobiliaria de los activos del Fondo, sólo se alcanza de forma relativa, teniendo por ello estos Fondos un carácter «semiabierto».

Constituyen reglas encaminadas a garantizar la transparencia y la prudencia valorativa, entre otras, las siguientes:

- a) La valoración de los activos por una Sociedad de Tasación, que actuará como experto independiente.
- b) La obligación de valorar los inmuebles al menos una vez al año, así como con ocasión de su adquisición y venta.
- c) El cálculo mensual del valor liquidativo del Fondo y la fijación de reglas precisas para su determinación.
- d) La intervención del depositario.
- e) Las obligaciones de información, inherentes a toda institución de inversión colectiva y el papel supervisor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Constituyen reglas que persiguen garantizar un cierto grado de liquidez en la inversión de los partícipes, entre otras, las siguientes:

- a) La obligación de garantizar, al menos una vez al año, el reembolso de las participaciones.
- b) La existencia tanto de un coeficiente de liquidez como de un coeficiente de inversión en valores.
- c) El establecimiento de unos plazos, perentorios y breves, para atender el eventual reembolso de participaciones.

La Orden regula, finalmente, tres categorías de sujetos financieros llamados a desempeñar un papel fundamental en la vida de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria. En primer lugar, las Sociedades Gestoras, en cuya regulación se ha optado por permitir que una misma Sociedad pueda gestionar tanto valores mobiliarios como patrimonios inmobiliarios, si bien, dada la muy diferente naturaleza de ambos tipos de activos, se han introducido cierto número de funciones y reglas específicas. En segundo lugar, las Sociedades de Tasación, cuyo papel en el esquema institucional diseñado es básico, dada la importancia que tiene la correcta valoración de los inmuebles y, por consiguiente, la independencia del tasador frente a las Sociedades Gestoras. Finalmente, los depositarios, cuya función, no siempre idéntica a la aplicable a las instituciones de inversión mobiliaria, se orienta también a la protección de los inversores.

### CAPITULO PRIMERO

#### Disposiciones generales

##### SECCIÓN PRIMERA. AMBITO DE APLICACIÓN

Artículo primero. *Disposiciones generales.*—Quedan sometidos a la presente Orden las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, definidas en el artículo 72 del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

##### SECCIÓN SEGUNDA. AUTORIZACIÓN, REGISTRO Y DENOMINACIÓN

Art. 2.<sup>º</sup> *Autorización y registro.*—1. Los procedimientos de autorización, modificación y registro de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria se ajustarán a lo dispuesto con carácter general en el artículo 9 del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, con las especialidades establecidas en la presente Orden. Además, a las solicitudes de autorización, como requisito para su concesión, se acompañará una Memoria explicativa sobre las características de la institución y los criterios a los que ajustará sus inversiones, en la que se ponga de manifiesto la viabilidad financiera de la institución. En particular, en dicha Memoria se especificarán:

- a) Los tipos de inmuebles en los que se pretende invertir.
- b) Áreas geográficas de inversión.
- c) Criterios de diversificación de riesgos.
- d) Formas de gestión de los bienes.

(\*) Corrección errores, BOE núm. 248, 16-X-1993, pág. 29255.

e) Fórmulas de comercialización de las participaciones en los Fondos.

f) Programa y calendario de inversión de los recursos que se capten.

g) La Sociedad de Tasación prevista para realizar la valoración de los inmuebles.

h) Relación e historial de los administradores y directivos.

i) En el caso de Fondos, si se pretende concertar un contrato de liquidez con una Entidad de crédito para garantizar reembolsos de participación, se especificarán y explicarán sus cláusulas fundamentales.

j) Medios materiales para desarrollar la gestión.

k) Plan de liquidez del Fondo.

l) Cualquier otra información adicional que sea requerida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Las especificaciones que deberán incluirse en el Reglamento de Gestión de los Fondos de Inversión Inmobiliaria serán las previstas con carácter general en el artículo 35.1 del Reglamento de la Ley 46/1984, con las adaptaciones necesarias a las características de los mismos. Además se especificarán:

a) El objeto de la Entidad, a los efectos de determinar el concreto régimen fiscal aplicable.

b) Los criterios de selección y áreas geográficas de los inmuebles.

c) Especialidades en materia de suscripción y reembolso de las participaciones. En particular, se indicará el número de veces al año que se garantizará el reembolso, las fechas en las que se atenderán las peticiones y el régimen de preavisos.

d) Fechas concretas para el cálculo de valor liquidativo.

e) Periodicidad de las tasaciones de los bienes inmuebles.

f) Política de conservación y aseguramiento de los bienes inmuebles del Fondo.

g) Contrato de liquidez, en el supuesto de que se prevea concertarlo.

h) Gastos de explotación de los inmuebles imputables al Fondo.

i) La Sociedad de tasación inicialmente designada para valorar los inmuebles, el plazo de esta designación y los procedimientos y plazos para las sucesivas designaciones.

3. El procedimiento de autorización de Sociedades de Inversión Inmobiliaria y de Fondos de Inversión Inmobiliaria tendrá un plazo máximo de seis meses para su resolución. La resolución sólo podrá ser denegatoria por incumplimiento de los requisitos previstos en la Ley 46/1984, en su Reglamento de desarrollo y en la presente Orden. Transcurrido el plazo sin pronunciamiento expreso, se entenderá denegada la solicitud. En el caso de modificaciones de Estatutos sociales de las Socieda-

des de Inversión Inmobiliaria o de Reglamento de Gestión de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, el plazo será de cuatro meses, y de no mediar resolución expresa se entenderá igualmente concedida la autorización.

4. En el registro de otras instituciones de inversión colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al amparo de lo dispuesto en el artículo 9.3 del Reglamento de la Ley 46/1984 mencionada, se crearán dos secciones especiales, respectivamente, para Sociedades de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Art. 3.º *Denominación.*—1. Los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria deberán incluir en su denominación la expresión «Fondo de Inversión Inmobiliaria» o «Sociedad de Inversión Inmobiliaria», o sus correspondientes abreviaturas y siglas: «F.I.I.» y «S.I.I.», respectivamente.

2. Las denominaciones «Fondo de Inversión Inmobiliaria» y «Sociedad de Inversión Inmobiliaria» serán privativas de las Entidades inscritas en las correspondientes secciones especiales del Registro a que se refiere el anterior artículo 2.4.

#### SECCIÓN TERCERA. RÉGIMEN DE LAS INVERSIONES Y OBLIGACIONES FRENTE A TERCEROS

Art. 4.º *Reglas de las inversiones.*—1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria invertirán, al menos, el 90 por 100 del promedio anual de saldos mensuales de su activo en bienes inmuebles. El restante porcentaje del activo podrán tenerlo invertido en valores de renta fija negociados en los mercados secundarios organizados a los que se refiere el artículo 17 del Reglamento de la Ley 46/1984.

2. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria deberán ajustar la inversión de su activo a las siguientes reglas:

a) Al menos el 70 por 100 del promedio anual de saldos mensuales deberá estar invertido en bienes inmuebles. No obstante, tales inversiones no podrán sobrepasar el 90 por 100 del promedio mencionado.

b) El restante porcentaje del activo, si perjuicio de lo previsto en cuanto al coeficiente de liquidez, únicamente podrá estar invertido en valores de renta fija negociados en los mercados a que se refiere el artículo 17 del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

Los porcentajes previstos en los apartados anteriores vendrán referidos al valor que resulte de los bienes y valores al final de cada mes, de conformidad con las reglas de valoración establecidas en la presente Orden. Para comprobar si se cumplen los porcentajes, el cálculo se realizará al final de cada año.

c) Deberán mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 5 por 100 del activo total del mes anterior. El cumplimiento del coeficiente será mensual, calculándose sobre la base del promedio diario del coeficiente a lo largo del mes. Este coeficiente deberá materializarse en efectivo, depósitos, cuentas a la vista en una entidad de crédito o en activos o instrumentos de renta fija con plazo de vencimiento o remanente de amortización infe-

rior a dieciocho meses y compraventas con pacto de recompra de valores de Deuda Pública, siempre que se negocien en mercados secundarios organizados de los contemplados en el artículo 17 del Reglamento de la Ley 46/1984.

3. El número mínimo de bienes inmuebles que deberán tener las Sociedades y los Fondos de Inversión Inmobiliaria será de siete. Un único bien inmueble no podrá representar en el momento de su adquisición más de un 20 por 100 del activo total, según la última valoración de aquél, efectuada conforme los criterios del artículo 17 de la presente Orden. En el caso de edificios, el porcentaje anterior se referirá al valor del edificio en su conjunto y no al de las distintas fincas que lo componen. A estos efectos, se considera como un único inmueble todos los integrados en un mismo edificio.

4. Los porcentajes y criterios de inversión a que se refieren los números 1 y 2 del presente artículo deberán alcanzarse por las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el plazo de dos años a partir de su inscripción en el Registro Especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No obstante, en el primer año se deberá tener invertido un mínimo del 30 por 100 del activo en inmuebles. El plazo antes citado será de carácter general, sin perjuicio de los plazos más breves exigidos en la Ley y en el Reglamento para gozar de regímenes fiscales específicos.

Durante el período transitorio a que se refiere el párrafo anterior, el activo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y de los Fondos de Inversión Inmobiliaria deberá estar invertido en los valores negociables de renta fija a que se refiere el artículo 17 del Reglamento de la Ley 46/1984. Asimismo, deberán observarse las reglas de diversificación de inversiones contenidas en el artículo 4 del citado Reglamento.

5. A los efectos de la presente Orden, se entenderá por bienes inmuebles los edificios que se destinen, de forma exclusiva o conjunta, a viviendas, oficinas, aparcamientos o a usos comerciales. También se considerarán bienes inmuebles las viviendas individuales, las oficinas, los locales comerciales y los aparcamientos, estén o no ligados o vinculados a los anteriores.

6. Los bienes inmuebles integrantes del activo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y de los Fondos de Inversión Inmobiliaria sólo podrán poseerse en concepto de propietario. Asimismo, dichos bienes deberán adquirirse libres de los derechos de usufructo, uso y habitación.

7. Los bienes inmuebles arrendados a Entidades de un mismo grupo no podrán representar más del 25 por 100 del activo de la institución. A estos efectos, será de aplicación el concepto de grupo a que se refiere el artículo 4.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

8. Ni los Fondos de Inversión Inmobiliaria ni las Sociedades de Inversión Inmobiliaria podrán desarrollar actividades de promoción inmobiliaria. Sí podrán rehabilitar los inmuebles adquiridos para su posterior arrendamiento, siempre que éstos no representen más de un 20 por 100 del activo y las obras de rehabilitación se concierten con un tercero.

9. El cobro del precio por la venta de inmuebles no podrá aplazarse más de seis meses desde que se perfeccione el contrato de compraventa.

10. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para especificar los conceptos que integrarán el activo computable a los efectos de lo dispuesto en el presente artículo.

Art. 5.º *Financiación con garantía hipotecaria.*—

1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y los Fondos de Inversión Inmobiliaria podrán financiar la adquisición de inmuebles que integren su patrimonio con garantía hipotecaria. Asimismo, dicha financiación podrá utilizarse para financiar rehabilitaciones en los términos contemplados en la presente Orden.

2. El saldo vivo de las financiaciones con garantía hipotecaria en ningún momento podrá superar el 20 por 100 del activo de la institución.

#### SECCIÓN CUARTA. LIMITACIONES OPERATIVAS

Art. 6.º *Operaciones con Administradores, Gestores, partícipes y socios.*—1. El régimen de las operaciones con los Consejeros, Administradores o Directores de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y de las Sociedades Gestoras de instituciones de inversión colectiva, previsto en el artículo 7 del Reglamento de la Ley 46/1984, resultará de aplicación en los supuestos allí referidos a las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.

2. Las limitaciones establecidas en el número anterior afectarán también al arrendamiento, adquisición o enajenación de bienes inmuebles que integren el activo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y de los Fondos de Inversión Inmobiliaria. No obstante, no será de aplicación, en cuanto a bienes inmuebles se refiere, la excepción contemplada en el artículo 7.4 del Reglamento.

3. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria no podrán adquirir o vender inmuebles a Entidades que pertenezcan al grupo de la Sociedad Gestora o al de la Sociedad de Inversión Inmobiliaria, respectivamente. A estos efectos, se atenderá al criterio de grupo previsto en el artículo 4.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

4. Ni los socios o partícipes de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y los Fondos de Inversión Inmobiliaria ni las personas o Entidades que mantengan vínculos con aquéllos, conforme a los criterios contenidos en el artículo 5.4 del Reglamento de la Ley 46/1984, o forman parte del mismo grupo de acuerdo con el criterio del artículo 4.º de la Ley 24/1988, podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo ni titulares de otros derechos distintos de los resultantes de su condición de socios o partícipes.

Art. 7.º *Operaciones en régimen de mercado.*—

1. En lo referente a las operaciones sobre valores negociables que, en los porcentajes establecidos en la presente Orden, integren el activo de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, resultará de aplicación lo prescrito en el artículo 8.º del Reglamento de la

Ley 46/1984, en cuanto a la forma de efectuar operaciones.

2. Tanto la adquisición como la venta de bienes inmuebles requerirá tasación previa, la cual no surtirá efectos en lo que a determinación de valor liquidativo se refiere. No obstante lo anterior, en el caso de venta, la tasación no será obligatoria en aquellos supuestos donde el bien se hubiera tasado, a efectos de fijar el valor liquidativo, en los seis meses anteriores.

#### SECCIÓN QUINTA. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Art. 8.º *Disposiciones generales.*—1. Las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, así como sus correspondientes Sociedades Gestoras, estarán sujetas a las obligaciones de información establecidas en los números 1 a 3 del artículo 10 del Reglamento de la Ley 46/1984.

2. Asimismo, las Sociedades de Inversión Inmobiliaria o, en su caso, la correspondiente Sociedad Gestora, deberán cumplir las obligaciones complementarias de información sobre hechos relevantes a que se refiere el artículo 10.4 del Reglamento de la Ley 46/1984. No obstante, en materia de reembolso de participaciones se considerará hecho relevante todo reembolso superior al 5 por 100 del patrimonio del Fondo. Asimismo tendrán la consideración de hechos relevantes los contemplados en los artículos 18.2, 19.5 y 20.2, en cuanto a que un partícipe alcance el 25 por 100; 21, en cuanto al hecho de modificación de las comisiones vigentes, y 28.3 de la presente Orden. También tendrá la consideración de hecho relevante la venta de un inmueble por un precio inferior en un 10 por 100 a su valor de tasación, calculado según lo previsto en el artículo 7.2.

3. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer la forma y contenido de los modelos de Folleto Informativo, Memoria Anual e Informes trimestrales de las Instituciones reguladas en la presente Orden, atendiendo a las peculiaridades resultantes en el régimen de inversiones y funcionamiento.

Art. 9.º *Información y publicidad sobre participaciones significativas.*—Resultará de aplicación a las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria el régimen de comunicación, información y publicidad sobre participaciones significativas a que se refieren los artículos 5.º y 6.º del Reglamento de la Ley 46/1984 y sus normas de desarrollo. No obstante, en el caso de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria tendrá la consideración de participación significativa la que alcance el 0,5 por 100 del capital social.

#### SECCIÓN SEXTA. SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN

Art. 10. *Competencia.*—1. La inspección y supervisión del cumplimiento de las disposiciones contenidas en la presente norma corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el marco de las competencias anteriores, podrá solicitar tanto de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria

como de los Fondos de Inversión Inmobiliaria la información adicional que estime necesaria, estableciendo, en su caso, los modelos para su transmisión.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores establecerá las reglas contables específicas de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias, así como las necesarias para el cálculo del valor liquidativo de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

## CAPITULO II

### De las Sociedades de Inversión Inmobiliaria

Art. 11. *Forma y legislación aplicable.*—1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria serán Sociedades Anónimas que sólo podrán adoptar la forma de Capital Fijo.

2. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria se regirán, en primer lugar, por lo establecido en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, y en su Reglamento para las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias; en segundo lugar, por lo previsto en la presente Orden y en sus normas de desarrollo y, supletoriamente, por lo previsto en la citada Ley, en su Reglamento y en las normas de desarrollo para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria de Capital Fijo.

Art. 12. *Capital social.*—1. El capital social mínimo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria será de 1.500 millones de pesetas. Deberá estar desembolsado desde su constitución y representado mediante acciones nominativas, que tendrán el mismo valor nominal y conferirán los mismos derechos.

2. Las acciones podrán estar representadas mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta.

3. Las aportaciones para la adquisición de acciones deberán realizarse en efectivo.

Art. 13. *Número mínimo de accionistas.*—1. El número mínimo de accionistas será el previsto con carácter general en el artículo 15 del Reglamento de la Ley 46/1984.

2. La participación directa o indirecta de un único socio no podrá ser superior al 1 por 100 del capital social. A los efectos de determinar la participación indirecta, se estará a los criterios previstos en los números 3 y 4 del artículo 5.º del Reglamento de la Ley 46/1984.

Art. 14. *Valoración del activo, régimen de auditoría, cuentas anuales, determinación y distribución de resultados y administración.*—1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria deberán valorar su activo inmobiliario al menos una vez al año. Para ello se ajustarán a los criterios y normas de valoración previstos en el artículo 17 de la presente Orden. La citada valoración se realizará por una Sociedad de Tasación inscrita en el Registro Oficial del Banco de España, en lo que a bienes inmuebles se refiere. En cuanto a los activos mobiliarios, se ajustarán a los criterios previstos en el Reglamento de la Ley 46/1984 para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y disposiciones que lo desarrollan.

2. El régimen de auditoría, cuentas anuales y determinación y distribución de resultados se ajustará a

lo dispuesto con carácter general en los artículos 23, 30 y 31 del Reglamento de la Ley 46/1984.

3. La Junta General de Accionistas podrá acordar, cuando así lo prevean los Estatutos de la Sociedad, que la gestión o administración de los activos que integren el patrimonio social se encomiende a una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva que cumpla los requisitos previstos en la presente Orden.

4. El régimen de la Comisión de Control de Gestión y Auditoría se ajustará a lo previsto, con carácter general, en los artículos 23, 24 y 25 del Reglamento de la Ley 46/1984.

5. Los administradores y directivos de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria deberán reunir los requisitos de honorabilidad y conocimientos exigidos en el artículo 9.º del Reglamento de la Ley 46/1984. Al menos la mayoría de aquéllos deberán contar con conocimientos y experiencia en el mercado inmobiliario.

### CAPITULO III

#### De los Fondos de Inversión Inmobiliaria

Art. 15. *Legislación aplicable.*—Los Fondos de Inversión Inmobiliaria se registrarán, en primer lugar, por lo establecido en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, para las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero y en su Reglamento para las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias; en segundo lugar, por la presente Orden y normas de desarrollo y, supletoriamente, por lo previsto en la citada Ley, en su Reglamento y en las normas de desarrollo para los Fondos de Inversión de carácter financiero.

Art. 16. *Patrimonio.*—1. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria deberán tener un patrimonio mínimo inicial de 1.500 millones de pesetas, totalmente desembolsado.

2. Las participaciones representativas del patrimonio de los Fondos tendrán iguales características, serán consideradas valores negociables y podrán representarse mediante certificados nominativos sin valor nominal o mediante anotaciones en cuenta, conforme al régimen general previsto en el artículo 12.2 del Reglamento de la Ley 46/1984.

3. Las aportaciones para la adquisición de participaciones sólo podrá realizarse en efectivo.

Art. 17. *Criterios de valoración.*—1. El valor del patrimonio de los Fondos de Inversión Inmobiliaria será el resultado de deducir las cuentas acreedoras de la suma de todos sus activos, valorados conforme a los siguientes criterios:

a) Los bienes inmuebles se valorarán de acuerdo con los criterios establecidos en el artículo 35 del Reglamento de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, aprobado por Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, y sus normas de desarrollo. No obstante, en el caso de inmuebles arrendados se tomará como valor de tasación la media aritmética entre el valor de capitalización de la renta neta, conforme a las instrucciones sobre valoración de bienes en el mer-

cado hipotecario y el valor de mercado del inmueble, supuesto libre de inquilinos. El valor de tasación que se adopte no podrá ser superior al valor de mercado del inmueble, supuesto libre de inquilinos.

b) Los valores negociables se valorarán de acuerdo con los criterios generales establecidos en el artículo 43 del Reglamento de la Ley 46/1984 y disposiciones que lo desarrollan.

c) El efectivo, depósitos y cuentas bancarias se valorarán por su nominal.

2. Las valoraciones de los bienes inmuebles se realizarán por Sociedades de Tasación inscritas en el Registro Especial del Banco de España.

3. Las valoraciones de los bienes inmuebles se realizarán al menos una vez al año, salvo que el Reglamento de Gestión establezca una frecuencia mayor.

Art. 18. *Régimen de las participaciones.*—1. El patrimonio del Fondo estará dividido en participaciones de iguales características, sin valor nominal, que conferirán a sus titulares un derecho de propiedad sobre aquél en los términos establecidos legalmente y en el Reglamento de Gestión.

2. El número de participaciones no será limitado, dependiendo su suscripción de la demanda que de las mismas se haga, salvo que, mediando autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se suspenda la suscripción a petición razonada y fundada de la Sociedad Gestora, que procederá, en especial, cuando las peticiones de suscripción superen el 15 por 100 del activo total del Fondo.

3. La suscripción de participaciones implicará la aceptación del Reglamento por el que se rige el Fondo.

4. El Reglamento de gestión, respetando lo establecido en el artículo 20.2, podrá establecer límites máximos al porcentaje del Fondo que podrá poseer un solo partícipe, así como a la inversión mínima inicial exigible.

Art. 19. *Régimen de suscripción y reembolso.*—1. El valor de la participación será el resultado de dividir el patrimonio del Fondo, valorado conforme a lo establecido en el artículo 17 de la presente Orden, entre el número de participaciones en circulación.

2. El valor liquidativo de las participaciones será calculado una vez al mes por la Sociedad Gestora y en la fecha fijada en el Reglamento de Gestión del Fondo. Únicamente podrá diferir del aplicado al partícipe por las comisiones de suscripción o reembolso, o por la aplicación de los descuentos a favor del Fondo, si se encuentran previstos en su Reglamento de Gestión para los reembolsos.

3. El valor de los bienes inmuebles, a los efectos de determinar el valor liquidativo de las participaciones, se obtendrá como sigue:

a) La Sociedad de Tasación, conforme a los criterios de valoración del artículo 17 de la presente Orden, tasará el inmueble.

b) La Sociedad Gestora, con el consentimiento previo, motivado y escrito de la Sociedad de Tasación,

podrá aplicar una oscilación de hasta un 3 por 100, al alza o la baja, sobre el valor de tasación. En ningún caso el valor resultante podrá superar el valor de mercado dado en la tasación.

c) Dicho valor se mantendrá a los presentes efectos hasta una nueva tasación.

4. A los efectos de determinar el precio de las participaciones, los incrementos del valor de los bienes inmuebles, conforme a las valoraciones que se realicen de cada uno de ellos, se distribuirán proporcionalmente, mes a mes, durante un plazo de doce meses a partir de la fecha en que se realice la tasación. No obstante, cuando en el Reglamento de Gestión se establezca una frecuencia de tasación inferior al año, los incrementos de valor que se obtengan se distribuirán proporcionalmente, mes a mes, durante el intervalo existente entre las tasaciones previstas.

Las disminuciones de valor se imputarán al primer valor liquidativo que se calcule tras la valoración.

5. El reembolso de las participaciones se ajustará a la periodicidad, fechas concretas y condiciones estipuladas en el Reglamento de Gestión del Fondo, y en todo caso deberá asegurarse por lo menos una vez al año.

En supuestos excepcionales y, especialmente, cuando se produzcan peticiones de reembolso superiores al 15 por 100 del activo del Fondo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar, entre otras medidas:

a) La suspensión provisional del reembolso. En este supuesto se reembolsará hasta un importe equivalente al 15 por 100 del activo, efectuando a tal fin un prorrateo entre todos los reembolsos solicitados con anterioridad a la suspensión.

b) El pago con bienes integrantes del patrimonio del Fondo.

c) El no cumplimiento de los coeficientes de diversificación contenidos en el artículo 4.<sup>º</sup>

Lo anterior se entiende sin perjuicio de que la Sociedad Gestora acuerde disolver el Fondo cuando el patrimonio quede por debajo del mínimo previsto en el artículo 16, o den circunstancias tales que obliguen a su liquidación.

6. Las peticiones de reembolso que se hagan según lo previsto en el número anterior deberán realizarse con un plazo de entre un mes y quince días de antelación a la fecha concreta establecida en el Reglamento del Fondo para determinar el valor liquidativo mensual aplicable a la operación. Las peticiones de suscripción podrán realizarse en cualquier momento anterior a dicha fecha; no obstante, la entrega de fondos se ajustará a las condiciones que se establezcan en el Reglamento de Gestión.

El valor liquidativo que se aplicará a los referidos suscripciones y reembolso será el primero que se calcule con posterioridad a la solicitud de la operación.

7. El reembolso deberá efectuarse en el plazo máximo de cinco días a partir de la fecha de fijación mensual del valor liquidativo que sea de aplicación.

Las suscripciones se materializarán al día siguiente de la fecha de fijación mensual del valor liquidativo que sea de aplicación.

Art. 20. *Número mínimo de partícipes.*—1. El número mínimo de partícipes será el previsto con carácter general en el artículo 15 del Reglamento de la Ley 46/1984, número que deberá ser alcanzado en el plazo de un año a contar desde la fecha de inscripción del Fondo en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. La participación directa o indirecta de un único partícipe no podrá ser superior al 25 por 100 del patrimonio del Fondo. A los efectos de determinar la participación indirecta, se estará a los criterios previstos en los números 3 y 4 del artículo 5.<sup>º</sup> del Reglamento de la Ley 46/1984.

Art. 21. *Comisiones y gastos.*—1. Las Sociedades Gestoras podrán percibir de los Fondos una Comisión de gestión, como remuneración de sus servicios, que no podrá ser superior: Al 4 por 100 del patrimonio del Fondo o al 10 por 100 de sus resultados, si se calcula en función de éstos; o al 1,5 por 100 del patrimonio y el 5 por 100 de sus resultados, si se calcula en función de ambos.

2. La comisión de suscripción no podrá ser superior al 5 por 100 del precio de la participación.

3. La comisión de reembolso no podrá ser superior al 5 por 100 del precio de la participación.

4. Serán por cuenta del Fondo los gastos de tasación, los de reparaciones, rehabilitación y conservación de inmuebles, los que, vinculados a la adquisición y venta de inmuebles, deban abonarse a un tercero por la prestación de un servicio y los demás contemplados en el Reglamento de Gestión.

Art. 22. *Especialidades en materia de modificación de Reglamentos de Gestión.*—1. Las modificaciones del Reglamento de Gestión, una vez autorizada, deberán ser publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* y comunicadas por la Sociedad Gestora a los partícipes en el plazo de los diez días siguientes a la notificación de la autorización.

2. Cuando las modificaciones se refieran a los supuestos previstos en el número 2 del artículo 35 del Reglamento de la Ley 46/1984, el reembolso a que tienen derecho los partícipes tan sólo será automático en los supuestos de que aquél represente, como máximo, un 15 por 100 del total del activo del Fondo. A los efectos presentes, se considerará también modificación con derecho de reembolso el cambio de objeto del Fondo, cuando determine una modificación en el régimen fiscal.

3. En los supuestos que superen el porcentaje establecido en el número anterior, la Sociedad Gestora podrá solicitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la suspensión provisional del reembolso, así como proponer las medidas posibles para hacer frente a la citada situación. Asimismo se atenderán mediante prorrateo las solicitudes presentadas hasta el límite del 15 por 100 antes referido. No obstante, en los casos en que el reembolso solicitado alcanzara un importante total igual o superior al 50 por 100 del patrimonio del Fondo, éste podrá ser disuelto.



4. Los reembolsos regulados en el presente número deberán realizarse en el plazo de un mes desde la fecha de inscripción de las modificaciones en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Art. 23. *Régimen de auditorías, cuentas anuales y determinación y distribución de resultados.*—El régimen de auditoría, cuentas anuales y distribución de resultados será el previsto con carácter general en los artículos 44, 46 y 60 del Reglamento de la Ley 46/1984.

Art. 24. *Especialidades sobre disolución y liquidación del Fondo.*—1. El régimen de disolución y liquidación de los Fondos de Inversión Inmobiliaria será el previsto con carácter general en el artículo 47 del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, con las particularidades recogidas en los números siguientes. Las reglas de diversificación previstas en el artículo 4.º de la presente Orden no se aplicarán durante este período.

2. La enajenación de los bienes inmuebles, en el caso de disolución del Fondo, se realizará previa tasación de los mismos.

3. Si en el plazo de dos años desde el inicio de la liquidación no se hubiesen podido enajenar todos los bienes y derechos sobre inmuebles integrantes del patrimonio del Fondo, se procederá por la Sociedad Gestora a la cancelación del Fondo e inscripción de los bienes y derechos sobre inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de todos los partícipes.

#### CAPITULO IV

##### **Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria**

Art. 25. *Régimen y funciones de las Sociedades Gestoras.*—1. El régimen de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias se ajustará al general previsto en el capítulo III del Título primero del Reglamento de la Ley 46/1984, con las especificaciones que se establecen en los números siguientes.

2. La Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que pretendan gestionar Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias deberán contar en su Consejo de Administración y entre sus directivos o asimilados con personas con conocimiento y experiencia en mercados financieros y mercados inmobiliarios.

El total de los miembros con experiencia en alguno de los mercados citados deberá constituir mayoría en el Consejo de Administración.

A tales efectos, se entenderá que poseen conocimiento y experiencia adecuada en relación con los mercados inmobiliarios quienes hayan desempeñado durante un plazo no inferior a dos años funciones de alta dirección, administración o asesoramiento de Entidades financieras vinculadas con el sector inmobiliario o funciones relacionadas con el mercado inmobiliario en otras Entidades públicas o privadas.

Art. 26. *Funciones de la Sociedad Gestora.*—Además de las funciones atribuidas en el artículo 54 del

Reglamento de la Ley 46/1984, las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión Inmobiliaria tendrán las siguientes funciones:

a) Selección, adquisición y venta de los bienes inmuebles que integren el patrimonio del Fondo.

b) Contratar toda clase de servicios vinculados con los bienes inmuebles.

c) Administrar los inmuebles.

d) Ejercer como representante del Fondo todos los derechos que la legislación vigente conceda al propietario de los bienes inmuebles que integran el patrimonio del Fondo.

e) La contratación, formalización, modificación y cancelación de créditos con garantía hipotecaria.

f) Designar, con arreglo a lo establecido en el Reglamento de Gestión, la Sociedad de Tasación que realizará la valoración de los bienes inmuebles del Fondo.

g) Conservación, mejora y asesoramiento de los bienes inmuebles del Fondo.

h) La comercialización de las participaciones.

i) Custodia de los documentos públicos o privados, representativos de los derechos sobre los bienes inmuebles del Fondo.

j) En general, cualquier actividad de administración y disposición de bienes y derechos del Fondo dirigida a lograr un aumento del valor del patrimonio y que resulte conforme con la normativa reguladora.

k) Concertar con terceros, mediante el correspondiente contrato de arrendamiento de obra, la rehabilitación de bienes inmuebles. Dicho tercero no podrá ser una Entidad del grupo de la Sociedad Gestora, conforme al concepto de grupo del artículo 4.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores.

#### CAPITULO V

##### **De las Sociedades de Tasación**

Art. 27. *Funciones.*—La valoración de los bienes inmuebles que integran el patrimonio de las Sociedades de Inversión inmobiliaria y de los Fondos de Inversión Inmobiliaria se realizará por las Sociedades especializadas inscritas en el Registro especial del Banco de España.

La Sociedades de Tasación que pretendan valorar inmuebles pertenecientes a las Instituciones de Inversión Inmobiliaria lo comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, debiendo suministrar a este Organismo cualquier información relativa a su actividad tasadora que les sea solicitada.

Art. 28. *Designación.*—1. Las Sociedades Gestoras de los Fondos de Inversión Inmobiliaria y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria designarán las Sociedad de Tasación que realizará las valoraciones previstas en la presente Orden por un plazo no inferior a tres años, ni superior a nueve.

2. La Sociedad Gestora no podrá designar como Sociedad de Tasación aquella que se encuentre en alguno de los siguientes supuestos:

a) Que pertenezca al mismo grupo que la Gestora, conforme al artículo 4.º de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores.

b) Que las retribuciones obtenidas anualmente de la Gestora supongan más del 15 por 100 de los ingresos totales por servicios de valoración de la Sociedad de Tasación.

3. Previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por causa justificada, podrá ser cambiada la Sociedad de Tasación antes de que transcurra el plazo fijado en el apartado 1 de este artículo.

4. Los cambios de Sociedad de Tasación deberán ser comunicados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## CAPITULO VI

### De los depositarios

Art. 29. *Disposiciones generales.*—1. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria dispondrán de un depositario. Dicho depositario deberá ser autorizado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, conforme a lo previsto en el artículo 9.º del Reglamento de la Ley 46/1984.

2. Podrán ser depositarios de Fondos de Inversión Inmobiliaria las Entidades a que se refiere el artículo 55 del Reglamento de la Ley 46/1984, resultando de aplicación el resto de las reglas contempladas en el citado artículo, en cuanto a requisitos que deban reunir los depositarios.

3. La función específica de los depositarios de Fondos de Inversión Inmobiliaria será la de asumir ante los partícipes la función de vigilancia y supervisión de la gestión realizada por las Sociedades Gestoras, así como la de custodiar los valores o efectivo de la institución. En particular, en cuanto a su función de supervisión, deberán:

a) Comprobar que las operaciones realizadas por la Sociedad Gestora del Fondo se ajustan a las condiciones y limitaciones establecidas en los artículos 6.º y 7.º de la presente Orden.

b) Comprobar que las operaciones de los Fondos cumplen el régimen de inversiones y de financiación previstos en los artículos 4.º y 5.º de la presente Orden.

c) Supervisar los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la Sociedad Gestora para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones.

d) Supervisar las adquisiciones y enajenaciones de bienes inmuebles y de activos del Fondo, comprobando que se ajustan a las reglas previstas en la presente Orden.

El depositario deberá recabar trimestralmente de la Sociedad Gestora información suficiente que le permita el desempeño correcto de sus funciones de supervisión y vigilancia.

Si en el ejercicio de su función de supervisión constata el depositario anomalías en la gestión de los Fondos, lo pondrá en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los depositarios también deberán cumplir las funciones previstas en las letras d) y e) del artículo 56 del Reglamento de la Ley 46/1984. Las demás funciones del citado artículo no especificadas en el presente número no se realizarán por los depositarios de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

4. La comisión máxima a percibir por el depositario será del 4 por 100 anual del patrimonio custodiado del Fondo.

## DISPOSICION ADICIONAL

1. Anualmente, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, previo informe de los organismos supervisores interesados, establecerá los tipos máximos y mínimos de capitalización que deban aplicarse para realizar las valoraciones a que se refiere el artículo 17 de la presente Orden.

2. Las acciones y participaciones de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, respectivamente, se considerarán activos aptos para la inversión de las provisiones técnicas de las Entidades aseguradoras sometidas al ámbito de aplicación de la Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado.

3. Las actuales Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que pretendan promover o gestionar Fondos de Inversión Inmobiliaria deberán adaptarse al régimen previsto en la presente Orden, con carácter previo al inicio de las citadas actividades. Para ello, presentarán ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores una declaración de actividades que refleje su intención de gestionar Sociedades de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Inversión Inmobiliaria, acompañada de una memoria justificativa de su capacidad para gestionar este tipo de instituciones.

La solicitud se entenderá denegada una vez transcurridos tres meses de la solicitud, o desde que se complete adecuadamente la documentación requerida.

## DISPOSICION FINAL

Sin perjuicio de las habilitaciones específicas contenidas en esta Orden, se habilita con carácter general a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar cuantas disposiciones sean necesarias para su desarrollo.

**RESPUESTA DE LA DIRECCION GENERAL DE TRIBUTOS A LA CONSULTA SOBRE RETENCION DE INTERESES DE CUENTAS BANCARIAS PERCIBIDOS POR EL FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA (30 de marzo de 1993)**

**Concepto impositivo**

- Impuesto sobre Sociedades (art. 8, Ley 14/1985, de 29 de mayo).
- Retenciones sobre rendimientos del capital mobiliario.

**Descripción sucinta de los hechos**

La Entidad consultante va a realizar una operación de titulización de préstamos hipotecarios mediante la emisión de las oportunas participaciones hipotecarias que serán aportadas a un Fondo de Titulización Hipotecaria constituido de acuerdo con la Ley 19/1992, de 7 de julio.

Los saldos de tesorería de que disponga el citado Fondo, serán depositados en cuentas bancarias remuneradas al objeto de rentabilizar los mismos.

**Cuestión planteada**

Si los intereses de cuentas bancarias percibidos por el Fondo de Titulización Hipotecaria están exentos de retención, en base al Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero.

**CONTESTACION**

La Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, en su artículo 8.1 y según la nueva redacción dada al párrafo *h*) por el Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, establece:

«1. No estarán sometidos a retención los intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos en los casos siguientes:

(...)

*h*) Los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingresos de Fondos de Titulización.

(...).»

Los intereses de cuentas bancarias percibidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria estarán incluidos en este apartado y, en consecuencia, no estarán sometidos a retención a cuenta del Impuesto sobre Sociedades.

Lo que le comunico a Vd. para su conocimiento y efectos, de acuerdo con lo previsto en el artículo 107 de la Ley General Tributaria, según redacción dada a dicho precepto por la Ley 10/1985, de 26 de abril.

Madrid, 30 de marzo de 1993.

## INFORME DE LA DIRECCION GENERAL DE TRIBUTOS SOBRE TRIBUTACION DE LOS FONDOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA (8 de julio de 1993)

En contestación al escrito procedente de la División de Emisores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el que se solicita el criterio de este Centro Directivo en relación con diversas cuestiones relativas a la tributación de los Fondos de Titulización Hipotecaria, así como de aquellas operaciones en que consisten la titulización de créditos hipotecarios a través del procedimiento descrito en la Ley 19/1992, de 7 de julio, esta Dirección General de Tributos:

### INFORMA

**Primero:** Por lo que respecta a la incidencia en el Impuesto sobre el Valor Añadido en los Fondos de Titulización Hipotecaria y del procedimiento financiero asociado a los mismos, conviene hacer las siguientes observaciones:

*Primera:* La Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria reguló, por primera vez en España, los llamados «Fondos de Titulización Hipotecaria»; la propia Exposición de Motivos de dicha Ley indica lo siguiente:

«Estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito. Ello permitirá a éstas una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.»

El artículo quinto de la citada Ley regula los mencionados Fondos, destacando los siguientes extremos:

1. Los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que 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. (Artículo quinto, 1.)

2. La administración y representación legal de los Fondos corresponderá a las Sociedades gestoras que las hubieran creado. (Artículo quinto, 2.)

3. Las Sociedades gestoras podrán 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, contratar por cuenta del Fondo permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras operaciones financieras cuya finalidad sea la de aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos. (Artículo quinto, 7.)

4. La administración de los Fondos por las sociedades gestoras quedará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido. (Artículo quinto, 10.)

*Segunda:* El artículo 15 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, establece que «las Entidades a que se refiere el artículo 2.<sup>o</sup> ("Entidades financieras") 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 artículo 61, apartado 3, del Reglamento que desarrolló dicha Ley, aprobado por Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, modificado por Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, establece que «el emisor conservará la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo y vendrá obligado a realizar cuantos actos sean necesarios para la efectividad y buen fin del mismo, abonando a los partícipes incluso en caso de pago anticipado, el porcentaje que les corresponde en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses de acuerdo con las condiciones de la emisión».

*Tercera:* En la consulta formulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores se presenta una enumeración de los distintos conceptos de ingresos y gastos que podrán presentar los Fondos de Titulización Hipotecaria, según descripción genérica realizada por los emisores que en la actualidad están promoviendo los Fondos. De dicha enumeración cabe destacar los siguientes:

A) *Operaciones activas del Fondo:* ingresos.

1. Ingresos principales: los procedentes de las participaciones hipotecarias.

2. Ingresos conexos al proceso de mejora de la calidad financiera: por intereses devengados a favor del Fondo procedentes de cuentas de reserva, etcétera.

3. Ingresos suplementarios de ejecución de garantías: por amortización anticipada, realización de inmuebles ejecutados, etcétera.

B) *Operaciones pasivas del Fondo:* gastos.

1. Gastos principales: por el devengo de intereses a favor de los tenedores de los bonos emitidos por el Fondo.

2. Gastos conexos al proceso de mejora de la calidad financiera:

- Por intereses devengados por préstamos o créditos dispuestos por el Fondo.

- Por seguros.

- Por permutas financieras sobre divisas.

3. Gastos incurridos en ejecución de garantías.

4. Gastos «de mantenimiento» de la estructura del Fondo:

- Comisión de administración en favor de la Gestora del Fondo.

- Gastos por servicios prestados por terceros (auditores, entidades de calificación, publicidad, etc.).

- Comisión de administración de los préstamos por el emisor de las participaciones.

- Gastos de custodia, depósito o registro contable de las participaciones hipotecarias.

5. Gastos por remuneración o compensación al emisor del Fondo por el proceso de intermediación financiera (también denominados «comisión de administración variable»): en favor del emisor de las participaciones.

*Cuarta:* De conformidad con lo dispuesto por el artículo 84, apartado uno, número 1, de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, serán sujetos pasivos de dicho tributo «las personas físicas o jurídicas que tengan la condición de empresarios o profesionales y realicen las entregas de bienes o presten los servicios sujetos al Impuesto».

El número tres del mismo artículo establece que «tienen la consideración de sujetos pasivos las herencias yacentes, comunidades de bienes y demás entidades que, careciendo de personalidad jurídica, constituyan una unidad económica o un patrimonio separado susceptible de imposición, cuando realicen operaciones sujetas al Impuesto».

Por aplicación de dichos preceptos, los Fondos de Titulización Hipotecaria, formados por una agrupación de participaciones hipotecarias, aun careciendo de personalidad jurídica, constituyen un patrimonio separado del de la Entidad financiera emisora de las participaciones, y por consiguiente, serán sujetos pasivos del Impuesto sobre el Valor Añadido en los términos previstos por la Ley 37/1992.

*Quinta:* El artículo 4, apartado uno de la citada Ley 37/1992 establece que estarán sujetas al Impuesto sobre el Valor Añadido las entregas de bienes y prestaciones de servicios realizadas en el ámbito espacial del Impuesto por empresarios o profesionales a título oneroso, con carácter habitual u ocasional, en el desarrollo de su actividad empresarial.

A estos efectos, el artículo 5, apartado dos, de la misma Ley dispone que «son actividades empresariales o profesionales las que impliquen la ordenación por cuenta propia de factores de producción materiales o humanos o de uno de ellos, con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios».

Por aplicación de los citados preceptos, estarán sujetas al Impuesto sobre el Valor Añadido las entregas de bienes y prestaciones de servicios realizadas por los Fondos de Titulización Hipotecaria en el desarrollo de su actividad empresarial, así como las operaciones que otros empresarios realicen para los citados Fondos.

*Sexta:* El artículo 20, apartado uno, de la Ley 37/1992 regula las exenciones del Impuesto sobre el Valor Añadido en operaciones interiores, enumerándose en el apartado 18 una serie de operaciones financieras que resultarán exentas de dicho tributo, entre otras:

a) Los depósitos en efectivo en sus diversas formas, incluidos los depósitos en cuenta corriente y cuentas de ahorro, y las demás operaciones relacionadas con los mismos, incluidos los servicios de cobro o pago prestados por el depositario en favor del depositante.

(...)

c) La concesión de créditos y préstamos en dinero, cualquiera que sea la forma en que se instrumente, incluso mediante efectos financieros o títulos de otra naturaleza.

d) Las demás operaciones, incluida la gestión, relativas a préstamos o créditos efectuadas por quienes los concedieron en todo o en parte.

La exención no alcanza a los servicios prestados a los demás prestamistas en los préstamos sindicados.

En todo caso, estarán exentas las operaciones de permuta financiera.

e) La transmisión de préstamos o créditos.

(...)

k) Los servicios y operaciones, exceptuados el depósito y la gestión, relativos a acciones, participaciones en sociedades, obligaciones y demás valores no mencionados en las letras anteriores de este número, con excepción de los siguientes:

a') Los representativos de mercaderías.

b') Aquellos cuya posesión asegure de hecho o de derecho la propiedad, el uso o el disfrute exclusivo de la totalidad o parte de un bien inmueble. No tienen esta naturaleza las acciones o las participaciones en sociedades.

l) La transmisión de los valores a que se refiere la letra anterior y los servicios relacionados con ella, incluso de su emisión o amortización, con las mismas excepciones.

(...)

n) La gestión y depósito de las Instituciones de Inversión Colectiva, de los Fondos de Pensiones, de Regulación del Mercado Hipotecario, de Titulización Hipotecaria y Colectivos de Jubilación, constituidos de acuerdo con su legislación específica.

Por otra parte, el número 16 del mismo artículo 20, apartado uno, dispone que estarán exentas del referido Impuesto las operaciones de seguro, reaseguro y capitalización, así como las prestaciones de servicios relativas a las mismas realizadas por agentes, subagentes, corredores y demás intermediarios de seguros y reaseguros.

*Séptima:* Los artículos 69 y 70 de la Ley 37/1992 establecen las reglas de localización de las prestaciones de servicios, al efecto de determinar las que se consideran realizadas en el territorio de aplicación del Impuesto y están, por tanto, sujetas al mismo.

Es de destacar que el artículo 70, apartado uno, número 5.º, enumera una serie de servicios que se considerarán prestados en dicho territorio cuando el destinatario sea un empresario o profesional y radique en el citado territorio la sede de su actividad económica o tenga en el mismo un establecimiento permanente,

entre otras, las operaciones de seguro, reaseguro, de capitalización y financieras descritas en el artículo 20, apartado uno, números 16 y 18 de la Ley, incluidas las que no gocen de exención.

*Octava:* En consecuencia con los preceptos indicados, hay que concluir que están sujetas pero exentas del Impuesto sobre el Valor Añadido las operaciones que realizan los Fondos de Titulización Hipotecaria, cuya contraprestación constituye ingreso de dichos Fondos (cobro de rendimientos de participaciones y de cuentas diversas); los citados Fondos, por tanto, no podrán efectuar la deducción del Impuesto soportado en las adquisiciones de bienes y servicios que realicen en el desarrollo de su actividad.

Por lo que respecta a las operaciones «pasivas» de los Fondos, como consecuencia de las adquisiciones de bienes o servicios que realicen:

1. Estarán exentos del Impuesto sobre el Valor Añadido las operaciones realizadas para los Fondos por empresarios o profesionales relativos a la tenencia de bonos hipotecarios (cuya contraprestación son los intereses satisfechos por el Fondo), seguros y permutas financieras.

2. Por lo que respecta a los gastos diversos incurridos por el Fondo (por ejecución de garantías, auditores, etc...), habrá que atender a la naturaleza de los mismos para determinar la sujeción o posible exención del Impuesto sobre el Valor Añadido, en base a lo dispuesto por los artículos 20, 69 y 70 de su Ley reguladora.

3. Estarán exentos del Impuesto sobre el Valor Añadido por aplicación del artículo 20, apartado uno, número 18, letra n) de la Ley 37/1992, los servicios de gestión de los Fondos, prestados por las Sociedades Gestoras de los mismos, así como los de custodia, depósito o registro contable de las participaciones hipotecarias prestados por las entidades financieras emisoras de las mismas.

4. Los servicios de «administración de los préstamos hipotecarios» prestados por el emisor de las participaciones a los Fondos, y cuya contraprestación es la denominada «Comisión de administración (fija)» constituyen realmente servicios relativos a la gestión de las participaciones hipotecarias, títulos valores cuya administración y custodia corresponde obligatoriamente a las entidades financieras emisoras de los mismos. En este sentido, los referidos servicios de gestión de los valores, prestados por dichos emisores en favor de los Fondos constituyen operaciones sujetas y no exentas del Impuesto sobre el Valor Añadido, por no resultar de aplicación ninguna de las exenciones previstas por el artículo 20, apartado uno, número 18, de la Ley 37/1992.

5. Por último, los «gastos por remuneración o compensación al emisor del Fondo por el proceso de intermediación financiera», cuya contraprestación está constituida por la «comisión de administración variable» a percibir por el emisor de las participaciones hipotecarias, no parecen responder a ninguna operación realizada por éstos, según la descripción de los hechos efectuada en el escrito de consulta y sin perjuicio de otras consideraciones que se pudieran realizar a la vista de la instrumentación final de los contratos que amparen dicha «comisión», ya que no se aprecia que la enti-

dad financiera realice para el Fondo entrega de bienes ni prestación de servicios cuya contraprestación esté constituida por dicha comisión, que parece coincidir más bien (con independencia de la finalidad que persiga) con el resultado periódico de las operaciones del Fondo (ingresos menos gastos). Por consiguiente, en los términos indicados, la entidad financiera no debería efectuar repercusión alguna del Impuesto sobre el Valor Añadido a los Fondos de Titulización con ocasión del cobro de la referida «comisión de administración variable».

**Segundo:** Por lo que se refiere al Impuesto sobre Sociedades aplicable a los Fondos de Titulización Hipotecaria, deben extraerse las siguientes conclusiones:

*Primera: Tributación del Fondo de Titulización.*

De acuerdo con lo previsto en el artículo quinto de la Ley 19/1992 de 7 de julio, los Fondos de Titulización Hipotecaria constituyen patrimonios separados y cerrados carentes de personalidad jurídica, que están integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupan, y en cuanto a su pasivo por valores emitidos en cuantía y financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo.

Los Fondos de Titulización Hipotecaria están sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general.

Al patrimonio de los Fondos de Titulización afluye un conjunto de ingresos procedentes de las participaciones hipotecarias, así como un conjunto de gastos derivados de la remuneración correspondiente a los valores emitidos y del funcionamiento del propio fondo. Afirma el escrito de la C.N.M.V. que, en teoría, el flujo de ingresos y gastos debe tender a cero, pero que, debido a diversas causas, se puede producir, bajo la óptica del modelo contable de reconocimiento de ingresos y gastos la apariencia de un beneficio, y que (...). «Tampoco puede afirmarse que este beneficio aparente sea necesariamente un derecho de cobro a favor de los tenedores de los BTHs. Estos últimos son acreedores de los importes pactados y contratados con ocasión de la emisión de BTHs; en todo caso, nada impide que en la propia escritura de constitución del Fondo se establezca por vía contractual, el acreedor de los excedentes que se vayan produciendo. Estos excedentes pueden, legítimamente, atribuirse a quien eligió y proyectó las PHs a movilizar (o diseñó el Fondo), dado que es quien, en origen, constituyó a su cargo y a su coste esos colchones. En este caso, tales colchones de amortiguación son, en esencia, un pasivo subordinado (al resto de compromisos y pasivos del Fondo) que debe retornar, si quedara algo, a quien los proveyó. La fórmula de retorno o recobro instrumentado se ha denominado, en la mayoría de los Fondos comisión variable (para distinguirla de la fija) de administración del emisor. Necesariamente vendrán amparadas legalmente en un contrato, y deberá girarse al fondo en base de un sistema de devengo, con independencia de la existencia de saldos monetarios en el fondo para su atención. (...).».

El problema tributario que suscita la citada comisión variable es el de su calificación tanto a efectos de la tributación del Fondo de Titulización como de la persona o entidad acreedora de la misma.

A nuestro entender, la citada calificación depende de la naturaleza jurídica del derecho a la percepción de la

comisión variable. Si dicho derecho es similar al derivado de la participación en los recursos propios de entidades, el importe de la comisión variable formará parte de la base imponible del Fondo de Titulización. Por el contrario, si el mencionado derecho reúne las características propias de un derecho de crédito, el importe de la comisión variable no formará parte de la base imponible del Fondo de Titulización, ya que tendrá la consideración de gasto fiscalmente deducible. Respecto del acreedor, en este caso, el importe de la comisión variable tendrá la consideración de ingreso fiscalmente computable en el mismo período impositivo en que procede su imputación como gasto fiscalmente deducible en el Fondo de Titulización.

Para determinar en cada caso concreto la naturaleza jurídica del derecho a la percepción de la comisión variable habrá de estarse al correspondiente título jurídico. No obstante, de la información contenida en el escrito de la C.N.M.V. parece más bien desprenderse la naturaleza de derecho de crédito.

En cuanto derecho de crédito, el importe de la comisión variable podrá ser objeto de dotación a la provisión para insolvencias, en los términos establecidos en el artículo 82 del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.

Ahora bien, en la medida que el acreedor de la comisión variable sea, precisamente, la persona que «eligió y proyectó las PHs a movilizar (o diseñó el Fondo)» según afirmación de la C.N.M.V., o bien una persona o entidad vinculada con la misma, deberá estarse a lo previsto en el artículo 82.3, *d*), del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades. Por consiguiente, en ningún caso podrá ser causa de la dotación a la citada provisión la circunstancia prevista en el artículo 82.2, *c*), del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.

Finalmente, por lo que se refiere al I.V.A. soportado no deducible, tendrá la consideración de gasto fiscalmente deducible en el Impuesto sobre Sociedades, ya directamente, ya a través de la amortización de los bienes adquiridos.

*Segunda: Retención sobre los rendimientos recibidos y pagados por el Fondo de Titulización.*

#### A. Rendimientos pagados.

Los rendimientos satisfechos por el Fondo de Titulización estarán sujetos a retención de acuerdo con lo previsto en el artículo 98 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, en el Capítulo Segundo del Real Decreto 1841/1991, de 30 de diciembre, y en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros.

#### B. Rendimientos percibidos.

De acuerdo con lo previsto en el artículo 8.1, *h*) de la Ley 14/1985, según redacción establecida por el artículo 16.2 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, no estarán sujetos a retención «los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de los Fondos de Titulización».

En consecuencia, además de los rendimientos de las participaciones hipotecarias, están exceptuados de la obligación de retener los rendimientos de los préstamos y créditos concedidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria, en cuanto que los mismos se inscriban en las actividades empresariales propias de los citados Fondos.





## OPINIONES



## «TITULIZACION», EL PRINCIPIO DE UN LARGO CAMINO

Jesús RIVASES  
Redactor-Jefe de la revista *Tiempo*

El desarrollo de la «titulización hipotecaria» en España es todavía incipiente y, por lo tanto, novedoso. Como suele ser habitual en el sistema financiero español, la «titulización» es un fenómeno importado, que surgió y se consolidó en los países anglosajones y también en Francia.

Por eso, como ha ocurrido en otras ocasiones, el primer problema que se presenta cuando se implantan en España es su denominación en lengua española. La polémica —que no ha existido, dada la poca sensibilidad de los actores del sistema financiero por el lenguaje— ha sido zanjada por los redactores del *Boletín Oficial del Estado*, al elegir el vocablo «titulización». A primera vista, como casi siempre, parece que se trata de una mala traducción del término inglés «securitization», que figura en los diccionarios financieros anglosajones más difundidos, y a su vez derivado de «securities» (títulos o valores en sentido amplio). No es el momento de iniciar un debate nominalista y caer en los errores habituales de esa doctrina, que prescinde de lo esencial, de los universales, para centrarse únicamente en los «nombres». Sin embargo, quizá convenga apuntar que se podría haber optado perfectamente por el vocablo «titularización», recogido en el Diccionario de la Real Academia Española, y definido como «acción o efecto de titularizar», que consiste en «dar a algo carácter de titular». Parece ser que cuando en España se empezó a hablar de «titulización» se empleó el término «titularización», pero más tarde, por la costumbre, tal vez por una pactada economía de sílabas ha triunfado la «titulización». Para llamar la atención sobre este asunto, mantendré las comillas en la palabra «titulización».

Existen varias definiciones de la «titulización», todas ellas válidas. Para simplificar, recogeré la que emplea el profesor Xavier Freixas, de la Universitat Pompeu Fabra, en su estudio para este mismo número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. Freixas define la «titulización» como el proceso

mediante el cual los activos del balance de una entidad pueden ser vendidos en todo o en parte, solos o complementados por garantías adicionales, o modificación de los flujos de pago». Se trata, por lo tanto, de un proceso que, a través de unos instrumentos —generalmente bonos—, ponen, o pueden poner en marcha, las entidades financieras, sobre todo bancos y cajas de ahorros, ya que si hablamos de «titulización» hipotecaria, ambas instituciones son prácticamente las únicas que tienen en sus balances préstamos hipotecarios.

En principio, las entidades financieras pueden tener dos motivos para introducirse de lleno en el proceso de «titulización». En primer lugar, gracias a la «titulización», bancos y cajas de ahorros pueden encontrar una vía para que parte de su balance huya de los coeficientes que, aunque cada vez menores, condicionan la utilización de ciertas cantidades de recursos. En segundo lugar, la «titulización» es también otro camino de huida, en el buen sentido del término, en este caso de las exigencias de capital fijadas por las autoridades. Con operaciones de «titulización», al desaparecer de los balances cantidades importantes, bancos y cajas se ven a salvo de tener que aumentar su capital para satisfacer las exigencias legales.

Al menos en teoría, la aparición de «titulización» ha sido bien recibida en un primer momento, aunque ya comienzan a levantarse voces que advierten de ciertos peligros. A largo plazo, no se puede garantizar que para bancos y cajas de ahorros la «titulización» sea un fenómeno totalmente positivo, por lo menos en términos generales del sector. La razón es que los márgenes volverán a estrecharse, aún más de lo que lo han hecho en los últimos años. No obstante, como en todo mercado nuevo —y hay ejemplos recientes en España—, aquellas entidades que tengan menos costos podrán ser más activas en este mercado y obtendrán ventajas. Por el contrario, aquellas cuyos costos sean más altos y tengan que entrar a remolque

en ese mercado, tendrán que renunciar o deberán afrontar más dificultades. La consecuencia evidente es que se producirá, antes o después, un adelgazamiento de los balances bancarios y en ese reto ganarán aquellas entidades que consigan mantener, o incluso reducir, los costes. Hay que tener presente, desde la ortodoxia, que todo lo que signifique sacar activos y pasivos de los balances puede ser perjudicial para las entidades, porque afectará a los beneficios.

Por otra parte, tampoco se puede olvidar que parece difícil el que los títulos de determinados fondos tengan mejores calificaciones —*ratings*— que los de sus propias casas matrices, como es el caso de los grandes bancos y grandes cajas de ahorros. Sin embargo, como en todo proceso de innovación, aquellas entidades que primero se lancen a este mercado serán quienes se lleven la parte del león, como ya ocurrió, por ejemplo, con las «supercuentas» o los «superfondos». Quienes vayan a remolque, pueden tener dificultades si quieren competir de verdad.

Por último, la nueva normativa sobre la modificación, cambio y amortización de hipotecas puede hacer todavía más difícil un desarrollo espectacular del mercado de «titulización». Cualquier producto de «titulización» hipotecaria tiene como primer y principal enemigo la posibilidad, por parte de los deudores, de amortización anticipada, que aporta dosis importantes de inestabilidad, sobre todo en títulos, como los hipotecarios, a largo y

muy largo plazo. Para contrarrestar ese peligro evidente, la solución sería recurrir al aseguramiento, algo que, además de resultar más caro, complica considerablemente todo el proceso. La facilidad para amortizar anticipadamente o para cambiar una hipoteca de entidad hace que la inestabilidad sea alta, ya que ningún banco o caja de ahorros está a salvo de que la competencia intente —y consiga— arrastrar a una parte importante de su clientela. Como apuntan algunos expertos, tan sólo la consolidación de carteras hipotecarias con tipos de interés por debajo de un dígito, y a largo y muy largo plazo, podría dar un impulso realmente decisivo al mercado de la «titulización». Eso, en estos momentos, no parece que sea posible en España por algún tiempo, ya que a un volumen de préstamos hipotecarios inferior en una tercera parte proporcionalmente al de otros países, se une el hecho de que muchas hipotecas están contratadas a altos tipos de interés, muy superiores a los actuales, lo que provocará que la clientela intente renegociarlas en busca de mejores condiciones que les permitan aligerar su abultada carga financiera. La aparición de la «titulización» hipotecaria en España es, sin embargo, un hecho positivo, tanto para el sistema financiero como para el público, aunque no se puede esperar un desarrollo espectacular y súbito. Es un proceso que tardará años en consolidarse y que, sólo a largo plazo, ofrecerá sus mejores resultados para todos. Como siempre, lo más difícil es empezar. Estamos, simplemente, al principio de un largo camino.

## «EL PROCESO DE TITULIZACION EN ESPAÑA NO HA SIDO FAVORECIDO MEDIANTE UN TRATAMIENTO FISCAL ESTIMULANTE»

Gregorio MAYAYO CHUECA  
Presidente de la Asociación Hipotecaria

*El diseño técnico de los fondos es razonablemente bueno, opina Gregorio Mayayo Chueca, Presidente de la Asociación Hipotecaria, aunque añade que «su creación formal es muy rígida y farragosa» y también*

*apunta algunos errores técnicos, como la vinculación, de por vida, del fondo a la gestora, o que al diseñar los fondos se optó por definir un solo tipo de títulos, que convierte el proceso en excesivamente costoso para los inversores institucionales.*

—¿Qué opinión le merece la regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria?

—El marco normativo básico de la titulización hipotecaria lo constituyen el RD 1289/91, de Reforma del Mercado Hipotecario, y la Ley 19/92, sobre Fondos de Titulización.

La primera de estas normas tenía como objetivo fundamental restituir a las participaciones hipotecarias el valor que les atribuía la Ley 2/81, del cual habían sido desposeídas por disposiciones posteriores.

El proyecto que se redactó para ser enviado al Consejo de Ministros bastaba por sí solo para crear en España un modelo de titulización de primer grado, equivalente al principal sistema que ha funcionado en Estados Unidos durante muchos años, y que sigue manteniendo plena vigencia a pesar de la aparición de títulos transformados como los MBS, CMOs, etcétera.

Para ello definía una participación hipotecaria muy similar al *pass through* anglosajón que, además de servir de instrumento específico para la titulización de primer grado, hubiera sido una excelente materia prima para el segundo nivel de titulización.



Las modificaciones y la redacción definitiva, que se dio a los artículos 71.3 y 74.6 en el comité de subsecretarios previo, redujeron casi a la nada el alcance de la reforma perseguida.

En esencia la titulización consiste en la transferencia plena del crédito y su garantía mediante el título que lo representa y en la posibilidad de desvincular totalmente el préstamo, incluso para su administración, de la entidad que lo ha originado.

El artículo 71.3, al residenciar una «titularidad parcial» (concepto inexplicable para los especialistas en derecho de la propiedad) en el originador del préstamo y vincularle para su administración hasta la amortización definitiva, hace jurídica y financieramente muy dudoso el proceso de titulización (1).

El acceso de los particulares al primer nivel de titulización, mediante las participaciones hipotecarias, queda definitivamente impedido por el artículo 74.6, mientras no se derogue su segundo párrafo (2).

Al resultar tan disminuido el Decreto de Reforma en su versión definitiva respecto a su objetivo

inicial, surgió la necesidad de acelerar el desarrollo de una Ley específica de titulización.

A pesar de estas limitaciones, tras la aparición del decreto se lanzaron algunas emisiones que en esencia equivalían a las emisiones USA de *modified pass-through*, que tuvieron una excelente acogida en el mercado y que, dada la evolución posterior que ha tenido la legislación española en la materia, difícilmente volverán a repetirse.

Todas estas circunstancias privaron a los redactores de la Ley, y al propio mercado, de la experiencia previa y del desarrollo tecnológico que debía aportar el primer nivel de titulización.

---

**«Una parte considerable de las carteras hipotecarias no están protegidas contra la amortización anticipada»**

---

La Ley 19/92 tenía como finalidad posibilitar la titulización de segundo grado, a partir de la nueva definición de la participación hipotecaria que debía haber hecho el Decreto de Reforma.

El fallo técnico más evidente de esta Ley, fruto sin duda de la inexperiencia, radica en no haber subsanado los errores cometidos en la redacción del Decreto de Reforma, que condicionan seriamente su propia eficacia.

Más aún, la Ley incurre también en un error similar al vincular, de por vida, el fondo a la gestora que lo ha creado (art.5.º 2), sin prever la sustitución de esta última ni aun en caso de crisis grave de la misma (suspensión, quiebra, disolución, etcétera).

Otro error técnico grave de carácter general es que al diseñar los fondos, por desconocimiento de la realidad de otros mercados, o por mimetismo irreflexivo, se optó por definir un sólo tipo de títulos, que tienden a imitar a los CMOs. Este es un procedimiento de titulización excesivamente costoso para muchos inversores institucionales, que son los principales demandantes de títulos hipotecarios.

Por lo demás, el diseño técnico de los fondos, a pesar de que su creación formal es muy rígida y farragosa, es razonablemente bueno, si aceptamos la automutilación que representa haber renunciado expresamente a otras vías alternativas menos costosas y con una gran demanda potencial.

El diseño de las gestoras, en cambio, es poco afortunado. Aunque ya era previsible la autorización a corto plazo de otras titulizaciones distintas a la hipotecaria, se circunscribió intencionadamente

su objeto único a esta última actividad. Esto puede plantear una duplicidad de estructuras, tecnología, medios materiales y humanos, capital, etc., totalmente injustificable.

Aun pretendiendo que la iniciativa de la creación de las gestoras y su propiedad fuera estrictamente privada, les hace responsables legales de la representación y defensa de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren.

Como consecuencia de esta concepción prevé la posibilidad de limitar reglamentariamente la participación en el capital o en los derechos de voto de las gestoras.

A pesar de que ya han visto la luz dos emisiones de Bonos de Titulización Hipotecaria (BTHs), el conjunto de defectos mencionados en nuestro marco normativo ayuda muy poco a crear un mercado de titulización con profundidad suficiente.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—La bajada de tipos de interés, considerada de forma aislada, debería ser un estímulo positivo para el desarrollo de los fondos de titulización hipotecaria. Sin embargo, en un mercado tan poco estructurado como el nuestro corre el riesgo de convertirse, indirectamente, en un condicionante negativo.

Una parte considerable de las carteras hipotecarias no están protegidas contra la amortización anticipada, lo cual, unido al deficiente funcionamiento de los procedimientos de indexación actuales, podría introducir en las mismas un riesgo de prepago muy elevado.

La solución definitiva que se dé a la polémica suscitada, sobre el desarrollo de diversos procedimientos orientados a facilitar la sustitución de hipotecas, así como a la aplicación práctica de los mecanismos de indexación, condicionará de una manera definitiva los estándares de prepago en el mercado hipotecario español.

La existencia de un nivel excesivo de prepago, además de encarecer sensiblemente el proceso de titulización, desanimará a los inversores tradicionales de un mercado en el que habitualmente buscan, como factor positivo para sus inversiones, la estabilidad a largo plazo.

Además, las bases de datos correspondientes a las carteras históricas, en la mayoría de las entidades, carecen de la estructura necesaria para un proceso de titulización a bajo costo, menos aún

para gestionar, de una manera eficiente y económica, las sustituciones de inversión adecuadas que, como consecuencia de un excesivo prepago, fuera preciso efectuar para mantener una equivalencia razonable de flujos.

En consecuencia, no resulta probable que los próximos meses se caractericen por un crecimiento considerable de la actividad titulizadora. Como hasta el presente, las emisiones que se produzcan tendrán todavía para las entidades un carácter más experimental que económico.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—Al contrario de lo que ha ocurrido en otros países, el proceso de titulización en España no ha sido favorecido mediante un tratamiento fiscal estimulante. Más bien parece que ha primado la intención de frenar o poner límites a la titulización.

El artículo 4.º, 2, de la Ley 19/92 de 7 de julio, al establecer que no estarán sujetos a retención «*los rendimientos de las participaciones que constituyan ingreso de los Fondos de Titulización Hipotecaria*» sirvió de justificación para considerar sujetos a retención los rendimientos del resto de las participaciones, incluidas las adquiridas por las entidades de crédito.

Esta interpretación, que es considerada abusiva por la mayor parte de los expertos, acabó radicalmente con la vía más simple, económica y posiblemente eficaz de titulización hipotecaria.

Un mercado de participaciones hipotecarias circunscrito a las entidades de crédito podría facilitar los procesos de especialización, dotar de mayor flexibilidad y liquidez al sistema, facilitar la presencia en el mercado a entidades extranjeras sin establecimiento, compartir y syndicar riesgos y, en definitiva, incrementar el flujo de recursos estables al mercado. Es el papel que en USA cumplen con gran éxito los *straight pass-throughs*.

Los fondos de titulización, considerados en el período completo de vida para el que han sido diseñados, tienen, o cuando menos se prevé que tengan, un valor patrimonial nulo pero, con toda seguridad, la mecánica contable arrojará a lo largo de los ciclos anuales beneficios o pérdidas aparentes. Sólo su liquidación final determinará hasta qué punto el valor patrimonial es o no realmente nulo.

Su sometimiento al Impuesto de Sociedades al tipo general creará rigideces innecesarias y planteará, cuando menos, problemas prácticos de aplicación y liquidación.

Fenómenos tales como la dilución en la vida total del fondo de sus gastos de constitución o del resultado, positivo o negativo, de las eventuales ejecuciones y realizaciones de las garantías, tienen muy difícil solución con dicho impuesto.

Hubiese sido más razonable aplicar dicho impuesto, a tipo cero o uno, si se quería utilizar exclusivamente como herramienta de control, y tasar por otra vía la liquidación final del fondo, en caso de que se liquidase con beneficio.

Dada la naturaleza del fondo y las funciones de la gestora parece razonable que los servicios prestados por la misma estén exentos del IVA.

Es lamentable, en cambio, que no se haya previsto el mismo tratamiento para las comisiones de administración de los préstamos que, por idénticas razones a los servicios prestados por las gestoras, deben efectuar los emisores de las participaciones. Esta disposición obligará a utilizar fórmulas legales para eludir esta tasa, con el consiguiente riesgo frente a eventuales interpretaciones discrepantes del fisco y con detrimento de la transparencia en la estructura de costos del negocio.

Por último, parece lógico y razonable el sometimiento de la retención de los rendimientos satisfechos por el Fondo de Titulización.

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—España, con un saldo vivo de 13,5 billones de pesetas en crédito hipotecario, ocupa uno de los niveles más bajos de endeudamiento hipotecario por habitante de la unión europea. Para situarse en un nivel medio precisa multiplicar por tres el saldo actual.

En el pasado, los elevados tipos de interés han mantenido los plazos formales de amortización entre diez y quince años y el vencimiento medio efectivo de las carteras en torno a los siete años.

Por eso, a pesar de que las tasas de concesión bruta de préstamos se han mantenido muy elevadas durante los diez últimos años, el crecimiento del balance crediticio ha sido moderado.

Si se estabilizan los tipos de crédito hipotecario en valores de un dígito, la posibilidad real de alargamiento de las hipotecas aumentará considerablemente la capacidad de endeudamiento de las familias.

El efecto combinado del mayor plazo de vencimiento de los créditos y del crecimiento de la demanda, inducido por la reducción de las cuotas, provocará una fuerte expansión del crédito hipote-

carío vivo cuando se inicie un nuevo ciclo de crecimiento económico.

El mayor obstáculo para esta expansión puede venir de una eventual incapacidad del mercado español para aportar el flujo del dinero suficiente para financiarlo.

Parece evidente que será necesaria una apelación importante a los mercados exteriores, y para esta misión los BTHs pueden ser el vehículo fundamental.

Pero para que los BTHs españoles puedan estar en condiciones de sostener con éxito una competencia que será muy dura, es necesario perfeccionar al máximo su diseño y aquilatar su costo de transformación.

Las entidades tienen que dotarse de una tecnología que todavía no está extendida en nuestro mercado y dominarla, pero el gobierno a su vez tiene que retocar en profundidad el marco normativo, para ofrecer, *además de mayor variedad y flexibilidad de modalidades de títulos y emisiones*, una seguridad jurídica y de funcionamiento operativo, del que hoy carece el modelo de titulización española.

El régimen fiscal, sin necesidad de aportar incentivos, debe ser, por su simplicidad, transparencia, neutralidad y estabilidad, estimulante para el emisor y para el inversor.

La actividad hipotecaria, por su propia naturaleza, es una de las actividades financieras que inmoviliza mayor cantidad de recursos. El país que no consiga desarrollar instrumentos y mercados eficaces de refinanciación arruinará sus posibilidades de expansión o se verá sometido a un proceso de colonización.

—¿Qué van a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Por sus características financieras —*seguridad, plazo, liquidez y rentabilidad*— los títulos hipotecarios en general, entre ellos los BTHs, tienen en la deuda del Estado al competidor más directo, y en los inversores institucionales sus clientes más específicos.

Posiblemente no es casual que el declive en España del primer intento de crear un mercado de títulos hipotecarios coincidiese con el auge de la Deuda Pública ni que, al contrario que sucede con otros países con amplia tradición de economía de mercado (Alemania, Dinamarca, Francia, USA, etcétera), se haya negado activa y casi militante-

mente cualquier apoyo fiscal a su desarrollo desde la publicación de la Ley 14/85, de Régimen Fiscal de determinados activos financieros.

No obstante, el desarrollo que en España están teniendo las Instituciones de Inversión Colectiva y el previsible del sector de seguros incrementarán la demanda de inversiones de características similares a las que ofrecen los títulos hipotecarios.

La deuda del Estado no puede seguir creciendo a los ritmos que ha mantenido desde mediados de los ochenta. En consecuencia, si se sabe aprovechar la oportunidad, los BTHs pueden tener un hueco en los mercados financieros españoles difícilmente atendible por otros emisores distintos a los hipotecarios.

El reto real para las entidades españolas estará en no dejarse desplazar de ese mercado en expansión por emisores hipotecarios extranjeros y, a su vez, intentar tomar cuotas significativas en otros mercados exteriores.

Desde hace varios años, algunos gobiernos comunitarios se están esforzando en potenciar y proteger a sus emisores hipotecarios nacionales frente a la competencia dura que se avecina.

Por ahora, el gobierno español no ha hecho un sólo gesto orientado, de verdad y con sentido realista, a fortalecer un instrumento de refinanciación del mercado nacional de crédito hipotecario, ni en España ni mucho menos en el exterior.

El proyecto que representaba la Ley 2/81 se ha dejado languidecer, cuando no ha sido activamente perjudicado.

El que representan el RD 1289/91 y la Ley 19/92 lleva también camino de declinar antes de nacer, ante la pasividad oficial. Ha pasado ya tiempo suficiente para intentar los ajustes normativos de urgencia que el mercado requiere.

## NOTAS

(1) El emisor conservará la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo y vendrá obligado a realizar cuantos actos sean necesarios para la efectividad y buen fin del mismo, abonando a los partícipes, incluso en caso de pago anticipado, el porcentaje que les corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses de acuerdo con las condiciones de la emisión.

(2) 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.



## «LA TITULIZACION CRECE DE FORMA LENTA»

Juan DE LA MOTA GOMEZ-ACEBO  
Consejero Delegado de Iberating

Juan de la Mota, *Consejero Delegado de Iberating*, de acuerdo con la Redacción de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, expone sus opiniones sobre

la «titulización hipotecaria» sin ceñirse a cada una de las preguntas que, en principio, había planteado esta revista. El resultado final es igualmente satisfactorio.

El desarrollo y crecimiento de la titulización en países distintos a los Estados Unidos ha resultado lento y menos previsible que lo que se podía anticipar hace unos años. Y aunque el futuro parece prometedor en algunos casos, el progreso será probablemente irregular durante los dos próximos años.

Las principales razones para titular son: gestión del balance, diversificación de los recursos y recursos más baratos. Sin embargo, en muchos países existen obstáculos significativos, tanto para el establecimiento como el ulterior desarrollo de títulos respaldados por activos hipotecarios. Dichos obstáculos pueden producirse, básicamente, a tres niveles diferentes: el del inversor, el marco legal y el del originador.

Los obstáculos desde el punto de vista del inversor son obvios. Debe existir, o crearse, una base fiable de inversores para las operaciones de titulización. Puede ser un problema de importancia el contar con inversores que conozcan lo referente a riesgos y rendimientos de estructuras casi siempre complejas.

Los principales impedimentos a nivel legal se refieren a las normas sobre títulos fiscales, sobre contabilidad, solvencia bancaria y de empresas, y marco legal global de un país determinado, tanto



en lo que se refiere a los activos como al emisor. En algunos países, las normas sobre títulos tienen que crearse o modificarse con el fin de hacer posible aspectos fundamentales de la operación de titulización, tales como la creación de entidades emisoras especiales. También debe establecerse una ponderación fidedigna del riesgo, con anterioridad al *pricing* de una emisión. Los reguladores deberán establecer líneas de conducta o emitir opiniones en relación con las operaciones propuestas.

De forma similar, las leyes fiscales relevantes, particularmente si son ambiguas, han demostrado ser un impedimento significativo en algunos casos. Las incertidumbres en cuanto a las responsabilidades tributarias, desde la óptica del inversor y/o el emisor, han retrasado o cancelado un gran número de titulizaciones.

Por último, las normas legales de un país determinado, en particular sobre quiebras, pueden poner obstáculos a la titulización. Por ejemplo, en Francia y España se necesitaron leyes específicas para permitir el desarrollo de la titulización. En países de derecho común, la falta de casos relevantes puede llevar a incertidumbre en lo que se refiere a la integridad de la estructura si el originador se convierte en insolvente, si la transferencia de activos está prohibida por ley.

Desde la óptica del originador, los impedimentos típicos incluyen: volumen insuficiente de activos homogéneos; la no notificación por parte del originador a sus clientes de la venta de su préstamo (es decir, el activo); y una falta de capacidad de los sistemas informáticos, tanto para la recogida de datos históricos de evolución de los activos como para la segregación y control de los activos titulizados después de la emisión. Casi sin excepción, la cantidad de recursos necesaria para la modificación de sistemas se ha subestimado de forma sustancial, y la lista de emisores potenciales que «trabajan para mejorar sus sistemas» crece de forma continua. Cada vez con más frecuencia, el nivel global de recursos que debe dedicarse a un proyecto total de titulización ha resultado ser mayor de lo previsto en la mayoría de los casos, particularmente si la titulización es la primera que se produce.

Al final prevalece el cálculo económico. Si la titulización no es rentable, el establecer una formulación legal y regulatoria que permita la titulización no dará como resultado una estructuración de las emisiones.

### La titulización en España

En 1992 se aprobó una normativa (Ley 19/1992) que clarifica y reglamenta las operaciones de titulización. La Ley se basa en asegurar que las emisiones con garantía hipotecaria se excluyen totalmente del balance de un prestamista. La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha autorizado cuatro gestoras. El objetivo de un sistema que funciona con unas pocas gestoras es el facilitar la supervisión, así como favorecer la agrupación de activos.

La Ley establece también que los títulos cotizarán en un mercado secundario organizado (el sistema electrónico del mercado bursátil o la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros). Además, la Ley requiere que estos títulos estén calificados por una agencia de *rating* autorizada por la CNMV. En lo referente al tratamiento fiscal, estos títulos no ofrecen ninguna ventaja, ya que están sujetos a la retención estándar española del 25 por 100. Esta Ley ha hecho más atractiva la titulización, existiendo un gran número de entidades financieras españolas que han empezado a preparar este tipo de operaciones.

### Análisis de la oferta

El volumen vigente de las hipotecas sobre viviendas en España a finales de 1992 era de 7,1

billones de pesetas. De acuerdo con los prestamistas hipotecarios españoles, entre el 10 y el 20 por 100 de esta cifra representa el mercado potencial de titulizaciones a medio plazo. La situación actual del sistema financiero español es probable que determine economías en la oferta de títulos con garantía hipotecaria:

*Capitalización:* Los niveles actuales de capitalización de la mayoría de las financieras españolas son muy fuertes. Por tanto, no es probable que la titulización se haga fundamentalmente para aumentar los *ratios* de capital.

*Rentabilidad de los recursos propios:* La titulización ofrece un medio de liberar fondos para inversión en nuevos créditos. La titulización permite a las entidades la obtención de nuevos márgenes de créditos a la vez que mantiene las comisiones por servicios y, por lo tanto, mejora la rentabilidad de los recursos propios. La crisis económica actual ha limitado las oportunidades de crecimiento del crédito de las entidades financieras españolas y, por tanto, ha disminuido el efecto de la desintermediación en la rentabilidad de los recursos propios. En un período de recuperación económica es probable que se restablezca la fuerte demanda del crédito, y que las consideraciones sobre la rentabilidad de los recursos propios se conviertan en la fuerza motora que respalde el mercado español de titulización.

*Venta cruzada:* Muchos clientes de bancos españoles concentran sus actividades financieras en un solo banco. Normalmente, dicho banco proporciona al cliente su préstamo hipotecario, que se ve seguido de otros productos tales como cuenta corriente, tarjeta de crédito, seguros, etcétera. Dichos productos se mantendrán con posterioridad a la titulización de la hipoteca. Por tanto, la titulización puede utilizarse para aumentar la cartera de productos bancarios basados en comisiones.

*Coeficiente de caja:* Los depósitos de las entidades financieras españolas están sujetos a una reserva de caja del 3 por 100. Esta reserva debe invertirse en el Banco de España, produciendo un tipo de rendimiento bajo. Esta obligatoriedad hace más atractiva la titulización, puesto que entidades que están financiando hipotecas con depósitos pueden evitar esta reserva de baja remuneración.

*Provisión para insolvencias:* Los bancos y cajas de ahorros españoles tienen que efectuar una provisión del 1 por 100 de los préstamos a un fondo genérico de provisiones. La titulización libera los fondos asignados a esta provisión.

*Fondo de Garantía de Depósitos:* Este fondo obliga a las entidades españolas de préstamo a pagar el 0,15 por 100 de sus depósitos en concepto de seguro. Esto representa un coste extra a los créditos basados en depósitos, y por tanto favorece también el ahorro que proporciona la titulación.

### **Perspectivas en España**

Aunque existe un potencial para la titulación con garantía hipotecaria en España, se prevé que su avance sea modesto a medio plazo. Teniendo en cuenta que muchas entidades poco sofisticadas poseen sistemas informáticos deficientes, no es probable que vean claras las ventajas económicas de iniciar un proceso complejo y costoso de titulación de carteras hipotecarias relativamente pequeñas. El pequeño tamaño de algunos prestamistas podría no hacer rentable la financiación titulizada, incluso aunque se constituyera un *pool* con las carteras de varios prestamistas. Es probable que los pasos iniciales del mercado estén dominados por el Banco Hipotecario de España, de propiedad estatal, con una cuota del mercado hipotecario del 16 por 100, así como por los bancos más sofisticados pertenecientes al grupo de las mayores entidades crediticias españolas. Los

bancos menos sofisticados, cajas de ahorros y prestamistas más pequeños tardarán más tiempo en introducirse en el mercado, aunque representan una gran fuerza potencial a medio plazo.

La actividad no parece acelerarse, con tres emisiones lanzadas desde julio a diciembre de 1993. El mercado español de títulos privados a largo plazo es relativamente pequeño, con fuerte competencia por parte del Tesoro. La alta rentabilidad ofrecida por el Tesoro limita la capacidad del mercado de absorción de las emisiones titulizadas. La reducción de los tipos ofertados por el Tesoro aumentará la demanda de títulos con garantía hipotecaria.

La orientación de las emisiones hacia el mercado interno ha supuesto que los inversores españoles han desempeñado el papel principal hasta el momento. Es probable que algunas de las mayores emisiones españolas titulizadas estén dirigidas a los mercados tradicionales.

El desarrollo de títulos respaldados por otro tipo de activos puede producirse en el futuro, pero hasta la fecha el objetivo fundamental del gobierno y los organismos reguladores ha sido reducir los costes de los créditos hipotecarios, no habiendo producido fuertes estímulos ni incentivos financieros en lo referente a la titulación no hipotecaria.

## «UNA ALTERNATIVA DE FINANCIACION PARA LAS ENTIDADES DE CREDITO»

Carlos EGEA KRAUEL  
Director General de la Caja de Ahorros de Murcia

*La regulación de los fondos de titulización hipotecaria le parece «positiva» a Carlos Egea, Director General de la Caja de Ahorros de Murcia, aunque considera que hay una serie de puntos que deberían*

*ser objeto de posteriores desarrollos o modificaciones. También opina que al régimen fiscal aprobado le falta claridad y puede generar algunas incertidumbres en el futuro.*

—¿Qué opinión le merece la regulación de los fondos de titulización hipotecaria?

—En general, se puede calificar de positiva la regulación de los fondos de titulización hipotecaria, ya que inicia las posibilidades de movilización de activos de las entidades financieras, favoreciendo la gestión de su balance.

No obstante, hay una serie de puntos que deberán ser objeto de posteriores desarrollos o modificaciones. Entre estos aspectos cabe destacar:

- Ampliación del proceso de titulización de otros activos diferentes a los préstamos hipotecarios.
- Posibilidad de sustitución de las Sociedades Gestoras de los Fondos en el caso de dificultades por estas entidades.
- Mayor flexibilidad documental (administrativa) en la generación de las participaciones hipotecarias que nutren el activo de los fondos. Los requisitos actuales son perfectamente válidos para la emisión de pocas participaciones, pero suponen procesos muy costosos en el caso de emisiones masivas.
- La obligatoriedad de calificación crediticia de las emisiones, de su representación mediante anotaciones en cuenta y su cotización en un mercado organi-



zado en España, pueden restar flexibilidad a determinadas emisiones con carácter privado y restringido a determinados emisores que no valoren tales limitaciones.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—La bajada de tipos de interés puede suponer un aumento de las tasas de amortización anticipada de los préstamos hipotecarios de determinadas entidades (máxime si finalmente se reducen los costes legales de la refinanciación de hipotecas). Este aumento de amortizaciones puede suponer una aceleración del ritmo previsto de amortización de las emisiones realizadas por los Fondos.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—Sin lugar a dudas el régimen fiscal aprobado para los fondos puede considerarse como falto de claridad y generador de incertidumbres en el futuro.

A este respecto cabe destacar que ha sido necesaria una nota aclaratoria de la Dirección Nacional de Tributos para poder iniciar el proceso de emisiones.

La Ley considera los Fondos sujetos al Impuesto sobre Sociedades, pese a establecer que estas entidades deben tener en todo momento un patrimonio nulo. El principal problema radica en que, pese a que el patrimonio neto sea nulo, pueden darse diferencias temporales entre la materialización de ingresos y gastos, que en algún momento, al aplicar los criterios de devengo fiscales, puedan originar alguna carga fiscal en un instrumento que debería mantener la neutralización fiscal.

---

**«Un buen instrumento para aquellas entidades que tengan dificultades en la consecución de un nivel adecuado de recursos propios»**

---

Otro punto origen de controversia es la sujeción al IVA de las comisiones de administración de las participaciones hipotecarias que cobre la entidad emisora de tales participaciones.

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—Creo que los fondos de titulización son una alternativa de inversión más, fundamentalmente para inversores institucionales en una primera fase, alternativa que se puede extender a otros activos susceptibles de titulización como el crédito al consumo, las carteras de *leasing*, etc., si es que el gobierno acomete la reglamentación que el sector empieza a demandar.

Por otro lado, y en cuanto a las entidades dispuestas a ceder sus préstamos hipotecarios para la creación de los títulos, su utilización dependerá de las características del balance de las mismas. Lógicamente, será un buen instrumento de gestión del balance para aquellas entidades que tengan

dificultades en la consecución de un nivel adecuado de recursos propios y para aquellas con problemas de liquidez. Situación esta en la que no se encuentran la mayoría de las Cajas de Ahorros que, con un buen nivel de recursos propios y sin problemas de liquidez, dirigen su estrategia al incremento de su cartera crediticia.

—¿Qué van a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Los Bonos de Titulización Hipotecaria emitidos por los fondos de titulización son, como ya he comentado, por su propia naturaleza un producto destinado a inversiones institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.), por lo que su análisis ha de realizarse dentro de este ámbito de referencia.

El producto, en definitiva, supone una alternativa de financiación para las entidades de crédito que hasta la fecha no han sido muy activas en España en la búsqueda de financiación institucional, centrándose más en la «guerra» del ahorro de las economías domésticas.

En la medida en que el proceso de desintermediación de la actividad financiera en España se siga desarrollando con el crecimiento de los fondos de inversión, pensiones, seguros, etc., se incrementará la apelación de las entidades de crédito a los recursos captados por estas instituciones, siendo los Fondos de Titulización un instrumento más para canalizar hacia el crédito estos recursos.

En consecuencia, cabe señalar que los productos que competirán con estos bonos serán las emisiones de renta fija realizadas tanto por el Estado como por las entidades industriales y financieras.

## «UN PROCESO COMPLEJO, DIFÍCIL, LENTO Y CARO»

Juan Vicente TELLO CALVO  
Consejero de CECA, TINSA y Ahorro Hipotecario

*La regulación española se ha fijado demasiado en legislaciones de países en los que el mercado hipotecario no tiene ningún parecido con el español, es la opinión*

*de Juan Vicente Tello Calvo. Añade que el que se trate de «fondos cerrados» resta agilidad al mercado y advierte sobre los riesgos de la «amortización anticipada».*

—¿Qué opinión le merece la regulación de los fondos de titulización hipotecaria?

—Según mi criterio, la regulación española se ha fijado en demasía en legislaciones de países en los que el mercado de préstamos hipotecarios no tiene parecido alguno con el español: ni en el aspecto normativo, ni en su funcionamiento, ni en el juego de los integrantes del mismo. Debido a ello, su nacimiento se ha visto como algo alejado de nuestra realidad. Tampoco hay que olvidar que el proceso de titulización hipotecaria no ha conseguido implantarse en diversos países europeos, a pesar de las expectativas iniciales.

Descendiendo a detalles concretos, creo que no beneficia en nada al proceso titulizador el que se trate de «fondos cerrados», lo que resta agilidad al mercado al imposibilitar la sustitución de préstamos hipotecarios convertidos en «problemáticos» por otros de mayor calidad. Ello implica un mayor esfuerzo en la obtención de garantías colaterales: seguros o emisiones subordinadas, con el consiguiente incremento de los costes.

Lo anterior se ve amplificado con el incremento del riesgo de amortización anticipada a que esta-



mos asistiendo como consecuencia del cambio de acreedor hipotecario derivado de la llamada «guerra de las hipotecas».

Por último, conviene señalar que la traslación a la práctica de las normas legales ha dado lugar a una serie de problemas que no han favorecido en nada el proceso de que tratamos.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—El TIR al que deban emitirse los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH) estará en función de los TIR a que se cedan los productos financieros competidores directos de los BTH: deuda pública y renta fija privada, en cuanto a los inversores institucionales, y de las expectativas de crecimiento de los fondos de inversión, en cuanto a los inversores particulares.

En estos momentos aún no está definido con nitidez por el mercado cuál ha de ser el diferencial en más entre este nuevo instrumento y la deuda pública.

Ahora bien, si partimos de unas Participaciones Hipotecarias (PH) con altos tipos de interés por provenir de operaciones anteriores a la actual baja-

da de tipos, es más fácil titular, ya que el margen de maniobra es mucho mayor. No obstante, para mí no es tan importante este hecho de la bajada de los tipos como su necesaria matización en relación a la posibilidad de nuevas inversiones con el producto de las PH y su rendimiento y al coste de otras fuentes de financiación alternativas.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—Distinguiría tres fiscalidades:

a) La referida al propio Fondo, en principio irrelevante por cuanto, aunque sujeto al Impuesto de Sociedades, por su propia naturaleza no debe producir beneficios gravables.

b) La que afecta a la Gestora, derivada de las diferentes comisiones que se generan y que según su naturaleza pueden estar o no sujetas a IVA, dando lugar a un mayor coste de transformación o administración.

c) La que repercute en el tenedor final de los títulos, que, al estar incursos en el régimen general, no ofrece ventaja competitiva alguna con el resto de los productos competidores. Incluso se presenta totalmente negativa si se compara con la fiscalidad existente para los fondos de inversión.

---

**«Para la Deuda Pública no va a suponer en modo alguno competencia, tanto porque el volumen a emitir no se presupone significativo como porque el nivel de precios está referenciado en ella»**

---

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—El proceso titulizador, tal como se ha diseñado en España, parece complejo, difícil, lento y caro, sobre todo si se desea emitir con *rating* alto. Bajo mi particular criterio, queda fuera del circuito del inversor particular, a no ser en operaciones pequeñas y dirigidas «comercialmente» a clientes de la propia entidad financiera emisora de las PH iniciales.

Para hacer el proceso más barato, vía reparto de costes fijos, el volumen mínimo de cada Fondo debe ser de 5.000 millones de pesetas, lo cual

excluye a muchos potenciales emisores. A este respecto, hay que indicar que es bastante más complicado el lanzamiento de BTH a partir de participaciones hipotecarias de varios emisores.

Una posible vía de colocación, al menos de momento, es el mercado exterior, jugando con tipos elevados y altos *rating*, aunque este método igualmente encarece el proceso.

Por último, la divulgación de este producto, su vulgarización, no se ha podido llevar a cabo de manera efectiva, por cuando han trascendido en demasía los múltiples problemas que han sufrido los Fondos hasta ahora constituidos, lo que ha dejado en el mercado una impronta negativa.

—¿Qué va a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Yo analizaría la cuestión bajo los siguientes aspectos:

a) Conocimiento del producto por parte del mercado prácticamente nulo, lo que sería fácilmente superable mediante la correspondiente campaña.

b) Existencia de mercado secundario al estar obligadas las emisiones a cotizar en un mercado organizado. Las realizadas hasta ahora cotizarán para la AIAF, aunque aún es prematuro analizar su volumen, frecuencia y liquidez.

c) Creencia por parte de determinadas entidades financieras de la no practicidad de este producto por cuando no representa ninguna ventaja, ni de activo ni de pasivo, sobre otros productos alternativos que sí se están utilizando.

d) Puede apoyar su implantación el decidido apoyo que pudieran darle grandes Bancos o Cajas de manera que forzara al resto del sector a lanzarse, bien por mimetismo, bien por imagen.

e) Para la deuda pública no va a suponer en modo alguno competencia, tanto porque el volumen a emitir no se presupone significativo, al menos a medio plazo, como porque el nivel de precios está referenciado en ella.

f) En cambio, sí puede afectar negativamente a la renta fija privada, vía adquisición por parte de los fondos de inversión.

## «LOS FONDOS DE TITULIZACION DEBEN ACENTUAR LA TENDENCIA DESCENDENTE DE LOS TIPOS DE INTERES DE LOS PRESTAMOS HIPOTECARIOS»

Juan José TORIBIO  
Presidente de Caixa Bank Monaco y de Inverbán, SVB, S. A.

*Para Juan José Toribio, Presidente de Caixa Bank Monaco y de Inverbán, SVB, S. A., la valoración de la ley es positiva, aunque coincide con otros expertos en que es susceptible de mejora.*

*Defiende que, en futuras reformas, debería contemplar un «tratamiento fiscal más favorable, así como estímulos para solicitar la admisión a cotización en mercados organizados fuera de España».*

—¿Qué opinión le merece la regulación de los fondos de titulización hipotecaria?

—Creo que la regulación de este tipo de fondos, llevada a cabo por la Ley 12/1992, debe ser valorada positivamente. Con anterioridad a la misma, se daba a los inversores una posibilidad muy limitada de participar en el mercado de créditos hipotecarios, que sólo podía ejercerse a través de la adquisición de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. La creación de los nuevos Fondos de Titulización, al facilitar la movilización de los créditos hipotecarios, aporta un nuevo vehículo de participación en el mercado. La emisión masiva y estandarizada de valores de renta fija, como contrapartida a un activo integrado por créditos hipotecarios, ha demostrado ya su eficacia en casi todos los sistemas financieros desarrollados, por lo que se echaba de menos su regulación en el mercado español. Ciertamente, la Ley 19/1992 vino a cubrir un vacío importante.

Sin embargo, la nueva regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria es susceptible de mejora. En futuras reformas de la misma cabría plantear aspectos como un tratamiento fiscal más favorable, estímulos para solicitar la admisión a cotización en mercados organizados fuera de España,



posibilidad de extender la titulación a otros derechos de crédito, etc. En realidad, la Ley 19/1992 representa sólo la apertura de un nuevo mercado financiero que está llamado a alcanzar dimensiones considerables en el futuro.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—Probablemente existirán dos tipos de influencia que, en mi opinión, operarán en sentido inverso.

En primer lugar, la propia experiencia de los Fondos de Titulización debe acentuar la tendencia descendente de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios, puesto que aporta al mercado unos recursos líquidos que, en ausencia de los Fondos, se habrían dirigido a colocaciones alternativas.

A su vez, la bajada de tipos de los créditos hipotecarios (cualquiera que sea su causa) no dejará de tener un impacto moderador sobre el desarrollo de los Fondos de Titulización. Si la reducción de tipos de interés de los activos (créditos) y pasivos (emisiones) de los Fondos de Titulización fuera paralela y además similar a la de otros mercados financie-



ros, el impacto final debería ser neutro. Pero tal sincronía en la evolución de los tipos se da muy raras veces, por lo que es inevitable la aparición de incertidumbres que pueden afectar con especial intensidad a un mercado financiero en estado embrionario. Ciertamente habría sido más positivo para el desarrollo del mercado que los Fondos de Titulización hubieran nacido en un contexto de tipos de interés al alza, pero uno no siempre puede elegir las circunstancias de su nacimiento.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—De acuerdo con la Ley 19/1992, los Fondos de Titulización Hipotecaria vienen sujetos al Impuesto de Sociedades a tipo general, lo que les diferencia claramente de los Fondos de Inversión Inmobiliaria y de las restantes entidades de inversión colectiva.

En la práctica, sin embargo, la relevancia de este gravamen puede ser de orden menor. En efecto, dada la estructura financiera de los Fondos de Titulización Hipotecaria, en los que los flujos de tesorería de los títulos emitidos deben coincidir con los generados por los créditos hipotecarios que constituyan el activo (excepto por el efecto de los gastos de administración y gestión), el impacto fiscal debería ser prácticamente nulo.

---

**«Creo que el desarrollo inicial será lento. Es necesario que los inversores potenciales se familiaricen con el producto»**

---

Sólo en el caso de desfases temporales de flujos podrían aparecer bases imponibles positivas, pero la propia Ley 19/1992 permite a los Fondos de Titulización Hipotecaria neutralizar esas diferencias mediante permutas y otras operaciones de ingeniería financiera. La recaudación tributaria obtenida de los Fondos de Titulización será, pues, prácticamente nula, por lo que, aunque sólo fuera a efectos de estética, podrían haberse equiparado fiscalmente estos Fondos a las restantes entidades de inversión colectiva.

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—Creo que el desarrollo inicial será lento, y que en esa lentitud influirá no sólo la circunstancia, antes descrita, de tipos de interés a la baja, sino la conveniencia de que las instituciones financieras y las agencias de *rating* perfeccionen el sistema de calificación de riesgos asumidos en la cartera de créditos, así como la necesidad de que los inversores potenciales se familiaricen con el producto.

No obstante, la experiencia de otros países ha demostrado que, cuando los Fondos de Titulización superan el lento proceso inicial y alcanzan una cierta masa crítica, se entra en una fase de crecimiento espectacular, hasta el punto de que los Fondos llegan a ocupar no sólo un lugar destacado en el sistema financiero, sino que constituyen uno de los principales resortes de apoyo al sector de la construcción de viviendas.

—¿Qué van a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Las emisiones de los Fondos de Titulización Hipotecaria son pasivos financieros emitidos a largo plazo, aunque en ocasiones (si ésta es la fórmula elegida) están sujetos a una amortización progresiva, lo que exige una reinversión continua si se desea mantener el portafolio al nivel inicial. Tienen una calificación (*rating*) en cuanto a su riesgo de insolvencia y esperamos que cuenten, además, con una amplia liquidez proporcional por su cotización en mercados secundarios eficientes.

Todas estas características los configuran como un producto financiero especialmente atractivo para inversión de los recursos de compañías de seguros, fondos de pensiones y, en general, inversiones institucionales. En este sentido competirán directamente con las emisiones a largo plazo del Estado y organismos públicos y de compañías privadas de reconocida solvencia. Aunque su volumen no es todavía muy alto, la actual escasez de emisiones privadas los configuran como una clara alternativa de inversión.



## COLABORADORES

**ALMOGUERA GOMEZ, Angel.** Nació en Madrid en 1960. Es Licenciado en Derecho y también graduado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid (UCM) con Premio Extraordinario de Licenciatura y fin de carrera en esta última. Profesor-investigador (1983-1986) de la UCM, ha impartido además la docencia en ICADE y en el CEU, siendo responsable de la división de Derecho del Colegio Universitario Luis Vives. Profesor de finanzas de cursos para posgraduados y máster en la EOI. Autor de diversos artículos y trabajos, especialmente sobre el sistema financiero. Es Corredor de Comercio Colegiado desde 1987 y profesor asociado de Análisis de Operaciones Financieras de la Universidad de León desde 1989.

**DIEZ CALLEJA, Juan Luis.** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Valladolid. Gerente de Arthur Andersen, perteneciente a la división de auditoría y asesoría empresarial de entidades financieras.

**EGEA KRAUEL, Carlos.** Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid. Ingeniero Industrial por la Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales de Madrid. Es Catedrático de Organización de Empresas de la Escuela de Estudios Empresariales de la Universidad de Murcia y Director General de la Caja de Ahorros de Murcia.

**FREIXAS, Xavier.** Es Catedrático de Economía Financiera en la Universidad Pompeu Fabra de Barcelona. Es Licenciado en Ciencias Económicas y en Ciencias Exactas por la Universidad de Toulouse y Doctor en Ciencias Económicas por dicha Universidad. Con anterioridad, ha sido Subdirector de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada y Catedrático en las Universidades de Toulouse y de Montpellier. Sus artículos han sido publicados en revistas tanto nacionales como internacionales (*Econometría*, *Journal of Economic Theory*, *Review of Economic Studies*).

**GUITARD MARIN, Juan.** Nació en Madrid en 1960. Licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid. Miembro del Cuerpo de Abogados del Estado. Ha sido miembro de la Subdirección de los Servicios Consultivos de la Dirección General del Servicio Jurídico del Estado; Jefe de Gabinete de Estudios de la Dirección General del Servicio Jurídico del Estado; Abogado del Estado en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera; Subdirector General de Legislación y Política Financiera; miembro de los Consejos de Administración del Banco Hipotecario de España y de Sistemas Técnicos de Loterías del Estado, S. A.; Jefe de la Delegación Española en los Grupos de Trabajo de las Directivas Comunitarias sobre Insider Trading OPAS y Servicios de Inversión en Valores Mobiliarios; miembro del Comité Consultivo Bancario de la CE. En la actualidad es Secretario General de AB Asesores.

**KESSLER SAIZ, Guillermo.** Treinta y siete años. Nacido en Madrid. Licenciado en Económicas por la Universidad Complutense de Madrid en 1979 y Técnico Comercial y Economista del Estado desde febrero de 1983, ha sido Jefe del Departamento de Inversiones Extranjeras de la Dirección General de Transacciones Exteriores; Asesor Ejecutivo

vo del Gabinete Técnico del Ministro de Economía y Hacienda (a cargo de temas monetarios y financieros con la Comunidad Europea). Subdirector General de Financiación Exterior en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y miembro del Comité Monetario de la Comunidad Europea desde febrero de 1987 a octubre de 1988. Desde esa fecha hasta noviembre de 1991 ocupó el cargo de Director General de Seguros. En la actualidad es socio-director de AB Asesores Bursátiles, S. A., y presidente de GITSA, Gestora Independiente de Titulización.

**MADRID PARRA, Agustín.** Nació en Añora (Córdoba) en 1952. Licenciado en Derecho por la Universidad de Sevilla. En 1981 fue profesor adscrito al Departamento de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad de Sevilla. Su principal actividad investigadora se ha desarrollado en el ámbito del sistema financiero, especialmente en relación con la financiación del sector inmobiliario. En 1983 obtuvo la beca Fulbright-MEC para estudiar en Estados Unidos. Durante su estancia de dos años en la Universidad de Pennsylvania (Filadelfia) se dedicó al estudio del mercado hipotecario estadounidense. De vuelta a España, continuó su actividad docente e investigadora en la Facultad de Derecho de la Universidad de Sevilla, donde obtuvo el grado de doctor en 1987. En octubre de 1987 obtuvo la plaza de Profesor Titular de Derecho Mercantil en la Universidad de Extremadura, y en diciembre de 1989 concursó y obtuvo una plaza de Profesor Titular de Derecho Mercantil en la Universidad de Sevilla. Entre 1987 y 1991 fue Secretario General del Instituto Andaluz de Reforma Agraria. Desde finales de 1991 es Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Pública de Navarra.

**MARTIN AGUADO, Miguel Angel.** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid (Colegio Universitario de Estudios Financieros). Gerente de Arthur Andersen, perteneciente a la división de auditoría y asesoría empresarial de entidades financieras.

**MAYAYO CHUECA, Gregorio.** Nacido en Buñuel (Navarra) en 1939. Licenciado en Filosofía y Letras por la Universidad Complutense y P.D.G., IESE; cursó estudios de Psicología Industrial en la Universidad de Deusto, y realizó trabajos de Sociología Industrial en el Consejo Superior de Investigaciones Científicas. Su trayectoria profesional ha sido la siguiente: 1964-68, T.E.A. Consultor de Empresas; 1968-70, Naval Reinosa. Dirección Personal; 1970-75, Banco Vizcaya. Desarrollo de Recursos Humanos; 1975-80, Banco Vizcaya. Director Central de Personal; 1980-82, Indubán. Subdirector General; 1982-85, Banco Occidental. Subdirector General; 1985, Bancaya Hipotecaria. Director General; 1989, BBV. Banca Comercial. Crédito Hipotecario; 1970-80, Universidad de Deusto. Profesor encargado de Cátedra; 1985-89, miembro de la Junta Directiva de la Asociación Hipotecaria Española; 1987-89, miembro del Grupo Económico de la Federación Hipotecaria Europea; 1988, miembro del Comité Hipotecario de la Federación de Banca Europea; 1989, Presidente de la Asociación Hipotecaria Española y Vicepresidente de la Federación Hipotecaria Europea; desde 1991, Consejero de la Sociedad Gestora del Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario, S. A.

**MOTA GOMEZ-ACEBO, Juan de la.** Consejero Delegado de Iberating, S. A. (Standard & Poor's Rating Group). Iberating es la filial en España de Standard & Poor's, 1992. Presidente y Consejero Delegado de Cofides, Compañía de Financiación y Desarrollo, S. A. (1989). Miembro del Consejo de Administración de la Compañía Española de

Crédito y Caución (1982-1984); miembro del Consejo de Administración de la Empresa Nacional de Uranio, S. A. (1982-1984); Arthur Andersen & Co. Consulting y Auditoría (1972-1975); Consejero Económico y Comercial de la Embajada de España en Canadá (Ottawa, 1984-1989); Vicesecretario General Técnico del Ministerio de Economía y Hacienda y Ministerio de Comercio (1978-1984); Secretaria General Técnica (Ministerio de Economía) y Dirección General de Transacciones Exteriores (Ministerio de Comercio) (1976-1978); Diplomado en Dirección de Empresas (Business Administration) por la University of Ottawa (Canadá, 1987); Técnico Comercial y Economista del Estado (1976); Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid (1967-1972).

**RAMIREZ MEDINA, Eduardo.** Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid e Inspector de Finanzas del Estado. Ha desempeñado puestos como Inspector Tributario de la Delegación de Hacienda de Granada y, desde 1984, en la Dirección General de Tributos del Ministerio de Economía y Hacienda, en la que, en la actualidad, desempeña el puesto de Subdirector General de Tributación de Operaciones Financieras. Es miembro de la Asociación Fiscal Internacional y Vocal de la Comisión Interministerial de Financiación Exterior. Es profesor de la Escuela de Hacienda Pública, del centro de formación del Banco de España y habitual colaborador en revistas especializadas en temas financieros y fiscales.

**RIO GALAN, José Luis del.** Veintisiete años, nacido en Madrid. Licenciado en Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE). Comenzó su carrera profesional en el Departamento de Corporate Finance de AB Asesores Bursátiles, S. A., en julio de 1990, donde permaneció hasta diciembre de 1992. Desde entonces es Director de GITSA, Sociedad Gestora Independiente de Fondos de Titulización Hipotecaria, S. A.

**RIVASES CABARRUS, Jesús.** Nació en Zaragoza en 1956. Licenciado en Ciencias de la Información por la Facultad de Ciencias de la Información. Diploma de Economía de la Escuela de Economía de Madrid. Redactor del *Heraldo de Aragón*, *Hoja del Lunes* de Zaragoza y agencia Europa Press, de Madrid. Miembro del equipo inicial de la revista *Tiempo*. En la actualidad es Redactor-Jefe de Economía de la revista *Tiempo* y columnista del diario *La Gaceta de los Negocios*.

**SANCHEZ DE LA PEÑA, Rafael.** Nació en Madrid en febrero de 1951. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid. En 1975 ingresó en la firma de auditoría y consultoría Arthur Andersen Madrid como auditor, participando en distintas auditorías de adquisición de empresas de los sectores industriales y de servicios; 1980, Compañía Trasmediterrá-

nea: Adjunto a la Vicepresidencia responsable de la implantación de sistemas de gestión y control interno; nombrado en 1983 *Controller* (responsable de la planificación económico-financiera y del control presupuestario) de la compañía y de su grupo de empresas; 1985, Consultor independiente especializado en valoración de empresas y análisis de viabilidad económico-financiera, colaboró desde su inicio en el proceso de negociación y ejecución de la venta de SEAT. Entre 1987-88, también como Consultor externo, en el marco de la reconversión industrial llevada a cabo en dichos años, participó intensamente en el proceso de evaluación de la viabilidad financiera de distintas sociedades integradas en los sectores de la siderurgia integral y del acero común españoles. En 1988 fue propuesto y nombrado Consejero de AHV. Desde febrero de 1989 es Director de la División de Emisiones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**TELLO CALVO, Juan Vicente.** Nació el 19 de julio de 1946 en Madrid. Profesor Mercantil. Máster por el Instituto de Empresa. Diplomado en Dirección de Empresas por ESADE. Consejero de CECA (Confederación Española de Cajas de Ahorros). Consejero de Tasaciones Inmobiliarias, TINSA. Consejero de Ahorro Hipotecario, Sociedad Gestora de Fondos de Titulización Hipotecaria.

**TORIBIO DAVILA, Juan José.** Nació en Valladolid en 1940. Doctor en Economía por The University of Chicago (1969). I.T.P. en Business Administration-Harvard University. School of Business (1965). Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona (1964). Economista del Banco de España (1969-1974). Profesor del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa. Director General de Política Financiera del Ministerio de Economía (1977-1979). Director de Estudios del Banco Urquijo (1979-84). Consejero de Nestlé, A.E.P.A., desde 1985. Presidente de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros. Vicepresidente del Mercado de Futuros Financieros y del Mercado de Opciones. Profesor Extraordinario del IESE. Secretario General Técnico de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, «La Caixa», desde 1986. Presidente de Caixa Bank Monaco desde 1992. Presidente de Inverbán, S.V.B., S. A., desde 1993.

**ZORNOZA PEREZ, Juan.** Es Catedrático de Derecho Financiero y Tributario de la Universidad Carlos III de Madrid y Director del Departamento de Derecho Público y Filosofía del Derecho. Investigador del Instituto de Estudios Fiscales y Profesor Invitado de la Universidad de París X, ha publicado numerosos trabajos de su especialidad, entre los que pueden mencionarse los relacionados con la tributación de los no residentes en el IRPF, el régimen de los fondos de pensiones en el IVA, el IVA y la propiedad intelectual, aspectos fiscales de la libre circulación de capitales, el sistema de infracciones y sanciones tributarias, tributos propios y recargos de las comunidades autónomas.

## CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO. Alicante  
CAJA DE AHORROS DE AVILA. Avila  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ. Badajoz  
CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA. Barcelona  
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA. Barcelona  
BILBAO BIZKAIA KUTXA. Bilbao  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS. Burgos  
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS. Burgos  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA. Cáceres  
CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia)  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba  
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba  
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña  
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA. Girona  
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara  
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN. Jaén  
CAJA DE AHORROS DE JEREZ. Jerez de la Frontera (Cádiz)  
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León  
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid  
MONTES DE PIEDAD Y CAJAS DE AHORROS DE RONDA, CADIZ, ALMERIA, MALAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga  
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE MANRESA. Manresa (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS LAYETANA. Mataró (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (Valencia)  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE. Orense  
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS. Oviedo  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES. Palma de Mallorca  
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS. Las Palmas de Gran Canaria  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA. Pamplona  
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA. Pamplona  
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA. Pollensa (Baleares)  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA. Pontevedra  
CAJA DE AHORROS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO. Sagunto (Valencia)  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA Y SORIA. Salamanca  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN. San Sebastián  
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife  
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla  
CAJA SAN FERNANDO. Sevilla  
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA. Tarragona  
CAJA DE AHORROS DE TERRASSA. Terrassa (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE (BANCAJA). Valencia  
CAIXA VIGO. Vigo (Pontevedra)  
CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDES. Vilafranca del Penedés (Barcelona)  
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJAVITAL). Vitoria  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza  
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON. Zaragoza



## PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### Ultimos números publicados:

- N.º 50. Sectores productivos españoles. Crónica fin de siglo.
- N.º 51. Balance económico de las autonomías.
- N.º 52/53. La batalla de Maastricht y los problemas de la economía española.
- N.º 54. Sistema Financiero 1993.
- N.º 55. Comunidades Autónomas. Situación económica actual.
- N.º 56. La competitividad de la industria española.
- N.º 57. Tribuna joven: los nuevos economistas ante el reto europeo.

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

(Antes Suplementos sobre el Sistema Financiero)

### Ultimos números publicados:

- N.º 37. Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria.
- N.º 38. Libertad de movimientos de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales.
- N.º 39. El mercado español de divisas.
- N.º 40. La financiación de las Comunidades Autónomas.
- N.º 41. Planificación fiscal internacional.
- N.º 42. Instituciones y mercados financieros. Modelos de gestión.
- N.º 43. El riesgo en las entidades de crédito.
- N.º 44. Titulización de activos financieros.

## ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

### Ultimos números publicados:

- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.
- N.º 11. Arco Mediterráneo.
- N.º 12. La Rioja.

## ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 4. La localización industrial en España. Factores y tendencias.
- N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda edición revisada)
- N.º 6. Las áreas deprimidas de España.









PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

Núm. 50: Sectores productivos españoles.  
Crónica fin de siglo

Núm. 51: Balance económico de las autonomías

Núm. 52/53: La batalla de Maastricht  
y los problemas de la economía española

Núm. 54: Sistema financiero 1993

Núm. 55: Comunidades autónomas.  
Situación económica actual

Núm. 56: La competitividad de la industria española

Núm. 57: Tribuna joven: los nuevos economistas  
ante el reto europeo

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 350 44 00

**AÑO 1994**

- Papeles de Economía Española* (suscripción) ..... 7.000 Ptas.
- Números sueltos ..... 2.200 Ptas.
- Perspectivas del Sistema Financiero* (suscripción) ..... 6.900 Ptas.
- Cuadernos de Información Económica*, un año ..... 12.000 Ptas.
- Números sueltos ..... 1.600 Ptas.
- Documentos de Trabajo* (números sueltos) ..... 1.000 Ptas.
- Microfichas (número suelto) ..... 1.200 Ptas.

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío  Giro postal núm. ....  Cheque bancario
- Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o razón social .....

Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C. P. .... Provincia o país .....

Fecha .....

Firma o sello,

ISSN 8411329564

