LA NUEVA LEY DEL MERCADO HIPOTECARIO

Antonio Santillana del Barrio analiza las posibilidades que se derivan de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, como coadyuvante al aumento del crédito al sector inmobiliario. Partiendo del análisis de la financiación de la vivienda en España, y a través del estudio de las experiencias extranjeras en materia de mercado hipotecario que pueden ser más significativas para el caso español, resalta las aportaciones más significativas que la nueva Ley puede suponer en el futuro.

INTRODUCCION

OS problemas que se derivan de la necesidad de aloiamiento se han abordado en muchas ocasiones mediante la adecuación del sistema financiero al tratamiento del problema de la vivienda. El valor de una vivienda representa una magnitud muy importante en relación con la renta de las familias, por lo que generalmente la compra de la misma debe hacerse mediante el destino de parte de esa renta a la amortización de un préstamo, a largo plazo, que en su día permitió la compra de la vivienda. Las características peculiares de la vivienda, fundamentalmente el carácter de bien duradero, han hecho que surjan instituciones financieras especializadas en el crédito hipotecario, que se diferencian de los restantes intermediarios por otorgar préstamos hipotecarios a largo plazo.

En España, las instituciones crediticias dedicadas al crédito hipotecario han sido las Cajas de Ahorros y el Banco Hipotecario, pero recientemente, con la publicación de la Ley de Re-

gulación del Mercado Hipotecario (Ley 2/1981, de 25 de marzo, B. O. del E. n.º 90, de 15 de abril de 1981), el tema ha cobrado nuevo interés. Dicha Ley, que es una pieza más en el proceso de reforma del sistema financiero, está orientada a facilitar el crédito al sector de la vivienda, y a la edificación en general, mediante el desarrollo y ordenación de las funciones que en el campo del crédito hipotecario actualmente existen. El problema de la financiación de la vivienda en España se ha agudizado debido a la crisis general que ha afectado a este sector de manera relevante. Las menores expectativas de renta por parte de las familias se han traducido en una reducción de la demanda de vivienda que, junto al encarecimiento del crédito, cuando no su reducción, ante el proceso de liberalización de los coeficientes obligatorios de las entidades privadas de crédito, ha hecho descender la construcción a niveles que preocupan a toda la sociedad. En buena parte es esta circunstancia crítica la que puede haber estimulado la conveniencia de abordar la financiación de la vivienda, y quizás de ahí haya surgido la Ley cuyos comentarios se aportan en este artículo.

El interés por fomentar la política de financiación de la vivienda en España ya quedaba refleiado en los Pactos de la Moncloa que, en el apartado correspondiente, recogían como uno de los principios de dicha política: «La remoción de los obstáculos jurídicos y administrativos que se oponen a la creación de un mercado amplio de hipotecas, revisando para ello el impuesto que grava las transmisiones patrimoniales en el ámbito de los bienes inmuebles y proponiendo la regulación de fondos de inversión inmobiliaria que tomen como activo las hipotecas sobre inmuebles.» Desde entonces hasta la fecha contamos con la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, que amplía las entidades financieras que pueden actuar en el sector del crédito hipotecario y regula una serie de condiciones que pueden constituir un obstáculo para la creación de un mercado amplio de hipotecas. En el momento en que se escribe este artículo - primeros días de octubre de 1981- se está a la espera de las normas reglamentarias que desarrollen la Ley mencionada y, por tanto, en los momentos de abrir el crédito hipotecario a nuevas posibilidades de actuación.

Este trabajo contiene una referencia previa sobre la financiación de la vivienda en España para contemplar después, de una manera muy breve, algunos ejemplos de instituciones hipotecarias en países que pueden servir de referencia (Reino Unido, Estados Unidos y Francia), abordándose, en tercer lugar, el contenido de la Ley de Regula-

ción del Mercado Hipotecario para señalar las posibilidades que la misma alberga.

1. LA FINANCIACION DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA

La adquisición de la vivienda en España exige un desembolso muy importante del comprador, que en muchas ocasiones supera el 40 por 100 y raramente desciende de este porcentaje. El resto del precio de la vivienda suele financiarse a medio y largo plazo mediante los préstamos que otorgan las Cajas de Ahorros a los promotores y constructores, en los que posteriormente se subroga el adquirente. Los créditos por parte de otras entidades financieras han sido escasos, y sólo a partir de 1976 la Banca oficial toma una participación significativa en la actividad general. La Banca privada apenas opera en el campo del crédito a la vivienda y, si lo hace, es más bien orientando sus créditos a la financiación de circulante y, en escasa cuantía, a la consolidación del préstamo a largo plazo para la vivienda en favor del adquirente.

Por consiguiente, el esquema de financiación de la vivienda en España se centra en la elevada aportación del adquirente, en el transcendental papel de las Cajas de Ahorros y en la creciente actividad de la Banca oficial. Las Cajas de Ahorros han sido el instrumento esencial de financiación, mediante la obligatoriedad de colocación de parte de sus recursos en función del coeficiente de regulación especial, pero también mediante la predisposición que han mostrado en el campo de la vivienda CUADRO N.º 1

NUEVOS CREDITOS A LA VIVIENDA (DISPOSICIONES BRUTAS)

(Miles de millones de pesetas)

AÑOS	Cajas de Ahorros	Banca Privada	Crédito Oficial	Total
1972	81,3	64,7	6,8	125,7
1973	109,9	59,4	6,3	185,0
1974	149,5	76,5	6,0	195,2
1975	194,4	80,6	8,1	241,2
1976	254,5	72,1	22,3	352,8
1977	298,6	74,7	30,2	399,4
1978	323,4	80,1	35,3	403,4
1979	342,2	73,8	38,2	463,4
1980	403,3	80,7	58,3	499,8

Nota. — Los datos de nuevos créditos a la vivienda de la Banca Privada, hacen pensar que no están depurados para el subsector vivienda, sino que contienen los otorgados a edificación y vivienda, por lo que la cifra correspondiente sería más reducida.

Fuentes: Datos Cajas de Ahorros, Informe estadístico y Análisis de Gestión de las Cajas de Ahorros Confederadas. Datos Crédito Oficial, Boletín Estadístico del Banco de España. Datos Banca Privada. Se ha seguido el criterio de J. Rodríguez López, Inversiones en Viviendas en España: un comentario. «Información Comercial Española», abril 1979, consistente en añadir a la diferencia entre los saldos vivos de la cartera de créditos/edificación, al 31 de diciembre de cada año, el 20 por 100.

no protegida al movilizar sus recursos libres hacia el sector.

Las estadísticas de crédito hacia la vivienda, medidas en desembolsos brutos, que figuran en el cuadro n.º 1, pueden sobrevalorar el papel de la Banca privada, ya que las cifras ahí contenidas, por no disponer de otras mejores, hacen más bien referencia al sector de edificación que al propio de vivienda y, además, pueden ser datos de crédito a corto plazo que indican financiación de circulante. Sin embargo, son suficientes para mostrar las afirmaciones anteriores.

La descripción del sistema de financiación de la vivienda antes realizada se modifica en cierto sentido a partir de 1977, al incidir sobre el mismo la reforma del sistema financiero, y también en 1981, al aprobarse el Programa Trienal 1981/83 de

Construcción de Viviendas de Protección Oficial.

En 1977 la reforma del sistema financiero determina una disminución progresiva del coeficiente de regulación especial de las Cajas de Ahorros que afecta a la financiación de la vivienda protegida, habiendo impulsado el trasvase de recursos de las Cajas desde este tipo de vivienda a las de régimen libre por la mayor rentabilidad que ello implica. Es cierto también que en 1977 la crisis afecta al sector de vivienda, por lo que se produce una caída de la actividad. que es consecuencia de la insuficiencia de la demanda de los adquirentes ante los menores ingresos disponibles por parte de la población y el empeoramiento de las expectativas, lo que también explica que se redujeran las necesidades de financiación de vivienda y la menor actividad crediticia de las

entidades que operan en el sector. La propia liberalización de los coeficientes y la crisis económica general obligan a intervenir a la Administración facilitando crédito para viviendas protegidas a través del Crédito Oficial, ante las dificultades crediticias que se detectan en el área de las viviendas protegidas. Este intervencionismo es una primera nota a tener en cuenta en la financiación española de la vivienda que, si bien es cierto que siempre se ha venido ejerciendo, su necesidad se ha hecho más patente al producirse la reducción de los tradicionales coeficientes de las Cajas.

En 1980 el panorama de crisis del sector de la vivienda prosigue y la Administración promueve el Programa Trienal 1981-1983, cuya finalidad básica es asegurar la financiación de 571.000 viviendas de Protección Oficial. La nota destacada de este Programa, desde el punto de vista financiero, es la incorporación de la Banca privada a la financiación de la vivienda mediante el crédito a largo plazo, cuva instrumentación en el primer año del Programa se viene haciendo fundamentalmente a través del Crédito Oficial, ya que el crédito para la vivienda no es una actividad habitual de la Banca privada. Precisamente este Programa resalta de nuevo el obligado recurso a la intervención del sistema crediticio para disponer de medios financieros destinados a la edificación de viviendas.

La lección que se deriva de estos hechos, y en general de un análisis del sistema crediticio español, es el apoyo que requiere la financiación de la vivienda, que en parte puede explicarse por el escaso desarrollo o especialización de las entida-

des crediticias que operan en el sector inmobiliario. La reforma del sistema financiero, en la medida en que implica la liberalización de la actividad de las Cajas de Ahorros en cuanto supone menores coeficientes obligatorios y mayores posibilidade hacer operaciones similares a la Banca privada, hace temer un vacío financiero en el campo de la vivienda o, al menos, en el de la vivienda protegida.

Contrasta esta situación con la observada en la mayor parte de los países, en los que proliferan instituciones financieras dedicadas básicamente a la financiación de la vivienda como un elemento más de un sistema financiero en el que entre los intermediarios financieros coexisten Bancos Comerciales, Instituciones de Depósito y Préstamo a plazo e Instituciones de Crédito Hipotecario.

Cuando uno se pregunta por qué surgen en los diversos sistemas financieros del mundo un grupo de instituciones típicamente dedicadas al crédito a la vivienda, la respuesta suele en contrarse en las características básicas de este sector. Por un lado, la construcción de viviendas representa un porcentaje muy elevado de la formación bruta de capital fijo (en España alrededor del 25 por 100) y comporta unos efectos inducidos sobre actividad y empleo de gran transcendencia, lo que hace de la inversión en vivienda un elemento motor del resto de la economía. Por otro, está la circunstancia de que la financiación de la vivienda resuelve un problema social como es el del alojamiento y, además, por ser la vivienda un bien duradero de alto precio que solamente puede pagarse, al menos por parte de las familias de menores ingresos, a partir de unos porcentajes aceptables de la renta de la familia a lo largo de unos cuantos años. Esta importancia del sector y esta necesidad de crédito a largo plazo que la vivienda implica han hecho que aparezcan entidades financieras especializadas en el crédito hipotecario, en muchas ocasiones impulsadas por el poder ejecutivo, cuando no atendidas directamente por el sector público.

La Ley de Regulación del Mercado Hipotecario pretende abrir en España el campo para estas instituciones y ordenar los comportamientos financieros precisos para que la financiación de la vivienda pueda beneficiarse de un sistema más completo que el actualmente existente. Para contemplar el campo que ofrece dicha Ley, bueno es detenerse, aunque sea brevemente, en los ejemplos derivados de otros países.

2. BREVE REFERENCIA A LAS INSTITUCIONES HIPOTECARIAS EN EL REINO UNIDO, ESTADOS UNIDOS Y FRANCIA

Los tres países elegidos para resaltar el funcionamiento del crédito hipotecario, que pueden servir de referencia para el caso español, reúnen una variada gama de instituciones que prácticamente abarcan las diversas opciones o posibilidades a las que pueda encaminarse el crédito hipotecario en España.

El caso inglés está caracterizado por la existencia a lo largo de todo el territorio de las denominadas buildings societies.

Estas entidades financieras están dedicadas a otorgar préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas, movilizando los recursos captados mediante la constitución de depósitos de ahorro a corto plazo. Los préstamos que otorgan suelen cubrir hasta el 80 por 100 del precio de la vivienda y el plazo de amortización de los mismos suele situarse entre 20 y 25 años.

Los elementos que conviene destacar del sistema inglés son cómo hacer compatibles préstamos a largo plazo con la captación de recursos a corto plazo y, en segundo lugar, cómo captar recursos a menor costo que el resto del sistema financiero para que los préstamos para vivienda sean relativamente baratos.

El primer tema se ha resuelto de un modo peculiar, como es el de la práctica de los tipos de interés activos y pasivos de carácter flotante. Los prestatarios reciben periódicamente comunicación del tipo de interés revisado en función de los tipos pasivos practicados. De este modo se logra que el rendimiento de las colocaciones a largo plazo se ajuste al costo de la financiación a corto plazo y que, por tanto, el intermediario financiero no resulte perjudicado por las oscilaciones continuas del tipo de interés a corto plazo. Esta práctica habitual, apoyada en la facultad del prestatario de reembolsar anticipadamente los préstamos cuando se modifica el tipo de interés, ha permitido que el sistema funcione adecuadamente sin problemas de rentabilidad para las sociedades de crédito hipote-

El segundo problema abordado, el de hacer atractivos los depósitos en las buildings societies para los ahorradores ingleses, a pesar de que el tipo de interés percibido pueda ser menor que en otras instituciones de depósito, se ha resuelto mediante la bonificación fiscal por desgravación impositiva de los intereses percibidos por los depósitos constituidos en dichas sociedades hipotecarias. Por otra parte, los préstamos hipotecarios disponen de apoyos fiscales que permiten facilitar recursos a menores tipos de interés para el crédito a la vivienda. Esta intervención estatal a través de la política fiscal se complementa, para el caso de las familias de menores ingresos, mediante subvenciones parciales de los intereses de los préstamos cuando éstos se destinan a la adquisición de las viviendas de determinados programas.

El caso de los Estados Unidos ilustra cómo, bajo una concepción liberal del sistema crediticio, se ha intervenido el crédito hipotecario por la transcendencia del sector de la vivienda.

Las entidades que practican los préstamos hipotecarios — cuya cuantía suele oscilar en torno al 70-75 por 100 del bien hipotecable, siendo el plazo de amortización de 20-25 años - son muy diversas y se caracterizan porque están presentes en todo el territorio nacional, adoptando en muchas ocasiones la forma de instituciones típicamente locales. Dichas instituciones son las Saving & Loan Associations, que cubren alrededor del 50 por 100 de los créditos; Banca comercial, con más del 20 por 100 de participación en la financiación de la vivienda; Compañías hipotecarias —alrededor de un 15 por 100- y el resto cubierto por las Mutual Saving Banks y otras entidades. Estos intermediarios suelen financiarse a través de cuentas de ahorro y a la vista, otorgando fundamentalmente créditos hipotecarios.

El mercado hipotecario, que funcionaba libremente mediante la operatividad de las entidades citadas, fue intervenido por la Administración de los Estados Unidos en 1938, al crear la Federal National Mortgage Association (FNMA), debido a la reducida actividad del mercado primario y secundario de hipotecas, que dificultaba la inversión en viviendas a largo plazo. El papel de esa agencia federal fue la adquisición de créditos hipotecarios otorgados por las distintas entidades que operan en el mercado, siempre y cuando los mismos estuvieran garantizados por alguna de las dos agencias gubernamentales: La Federal Housing Administration (FHA) v la Veterans Administration (VA). De este modo se agilizó el mercado secundario de hipotecas y se aseguró la liquidez a las instituciones de crédito hipotecario mediante la adquisición de sus carteras en caso de necesidad. La FNMA facilita la compra y venta de hipotecas y, por tanto, condiciona en gran manera el funcionamiento del mercado hipotecario. Por otro lado, esa intervención ha impulsado la homogeneidad de los préstamos, ya que, al exigir la garantía de la FHA o VA, las hipotecas se constituyen en función de las normas dictadas por dos agencias gubernamentales.

Posteriormente se reafirma el intervencionismo mediante la creación de una nueva institución, la *Government National Mortgage Association* (GNMA) que, dependiendo del Ministerio

de la Vivienda y Urbanismo, tiene dos misiones principales: la asistencia financiera de los programas de vivienda del gobierno y la creación de nuevos mecanismos para atraer capitales al sector. El primero de los cometidos lo desarrolla mediante la compra de préstamos hipotecarios originados por cualquier tipo de entidad, de acuerdo con los planes del gobierno, que posteriormente traslada a la FNMA o a otros inversores que estén interesados en esos activos. Debe destacarse que, incluso en su política de compra, incurre la GNMA en precios mayores a los de venta, lo que supone una subsidiación indirecta de los créditos que se constituyen en la línea de la política gubernamental.

El segundo de los cometidos lo desarrolló al crear títulos con respaldo hipotecario, lo que supone una movilización indirecta de las carteras de créditos hipotecarios. La práctica, habitual en el mercado americano, de transferencia de hipotecas se ve complementada de este modo por la movilización de las mismas mediante la emisión de títulos en base a la garantía que suponen dichas hipotecas.

Por último, en 1970, se estimula de nuevo el mercado secundario de préstamos hipotecarios mediante la creación de una nueva agencia federal, la Federal Home Loan Mortgage Corporation. Esta sociedad está orientada a homogeneizar el mercado de préstamos hipotecarios para favorecer su venta y a la emisión de títulos sobre las carteras hipotecarias así adquiridas. De este modo se completa el sentido de la homogeneización que inicia la FNMA, que exigía como garantía de los préstamos hipotecarios el aseguramiento de la FHA o VA, al extender la operatividad de una agencia federal a hipotecas convencionales, buscando la normalización del mercado.

En resumen de lo expuesto, el caso de los Estados Unidos ilustra el intervencionismo sobre una multiplicidad de instituciones hipotecarias para dotar de liquidez al mercado secundario y de homogeneidad a la constitución de préstamos y emisión de títulos. Igualmente es de destacar la participación especial de la Administración a través de una agencia federal que facilita la movilización de las carteras hipotecarias acomodadas a los planes gubernamentales en materia de vivienda.

Finalmente, el caso francés muestra un mercado hipotecario que pivota fundamentalmente en el papel de una institución crediticia pública, el Crédit Foncier, que, mediante su actuación y facultades, reglamenta el funcionamiento del crédito hipotecario.

Los préstamos hipotecarios los otorga el propio Crédit Foncier v el conjunto de instituciones crediticias autorizadas por aquél en función de las normas que se dictan sobre condiciones financieras. Estos préstamos son movilizables mediante la emisión de títulos hipotecarios y los toman las compañías de seguros, mutualidades, fondos, etc. La liquidez de estos títulos está asegurada por la existencia de un fondo de regulación gestionado por el Crédit Foncier que, además, se puede hacer cargo de las emisiones antes citadas. Igualmente, dicha institución es emisora y colocadora tradicional de títulos hipotecarios. La dirección del crédito hipotecario

que realiza el *Crédit Foncier* abarca los diferentes aspectos del mercado hipotecario, por cuanto determina qué préstamos son movilizables, sobre qué garantías deben otorgarse dichos créditos y, en general, cuál es la cuantía que puede encajarse en las instituciones que tradicionalmente adquieren los títulos emitidos. Verdaderamente el *Crédit Foncier* es el instrumento de apoyo de la política de vivienda de la Administración francesa.

En resumen de la exposición de los tres casos antes analizados, podemos ver un ejemplo de acomodación del mercado hipotecario francés a la reglamentación derivada de la actuación de una institución crediticia pública, Crédit Foncier, dotada de muy amplias facultades; la necesidad del intervencionismo gubernamental en un mercado liberal como el de los Estados Unidos para otorgar liquidez y homogeneidad a las hipotecas, y el estímulo a la financiación de la vivienda a través de incentivos fiscales, como en el caso del Reino Unido. Desde el punto de vista de las operaciones activas, se da en ellos una uniformidad en cuanto a la práctica de préstamos a largo plazo y en porcentajes elevados sobre el precio de la vivienda y, desde el punto de vista de las operaciones pasivas, las situaciones son muy diversas, yendo desde la captación de recursos a corto plazo hasta el sistema de encaje de títulos hipotecarios en los ahorradores institucionales.

3. LA LEY DE REGULACION DEL MERCADO HIPOTECARIO

Anteriormente se ha señalado que el crédito hipotecario en España se centra fundamentalmente en la actuación de Cajas de Ahorros y Banca oficial como intermediarios financieros a largo plazo. Existe, por tanto, en España lo que podría denominarse un mercado primario de préstamos hipotecarios. Además, es posible la movilización de activos mediante la transmisión de obligaciones hipotecarias. Sin embargo, la existencia de estos créditos hipotecarios y la posibilidad de la emisión de obligaciones no ha facilitado la resolución de dos cuestiones importantes para un verdadero desarrollo del mercado hipotecario, como son la inmovilización de recursos que implica el crédito con garantía hipotecaria y la escasa liquidez de las carteras de préstamos hipotecarios o de las obligaciones hipotecarias por el coste que supone su transmisión, por la falta de homogeneidad de los títulos y, finalmente, por la complejidad jurídica que presenta la transmisión.

La Ley de Regulación del Mercado Hipotecario se propone salvar los obstáculos mencionados. Pretende, por una parte, la movilización de las carteras de hipotecas mediante la emisión de títulos hipotecarios en base a dichas carteras e intenta, por otro lado, que dichos títulos sean líquidos mediante el fomento de un mercado secundario apoyado en los fondos de regulación que más adelante se comentan. Se complementa este objetivo de la Ley con la regulación de

las características básicas de las operaciones activas y pasivas de las entidades financieras que pueden operar en el mercado hipotecario, así como en el régimen fiscal, financiero y administrativo que enmarca su actuación. Seguidamente se comentan los aspectos más relevantes de la Ley.

a) Entidades financieras participantes en el mercado hipotecario

La Lev determina los intermediarios financieros que pueden participar en el mercado hipotecario mediante la concesión de préstamos hipotecarios y la emisión de títulos necesarios para su financiación. Estas Entidades son el Banco Hipotecario de España y, cuando así lo permitan sus respectivos Estatutos, las Entidades oficiales de crédito, los Bancos privados, las Cajas de Ahorros, Entidades de Financiación, Cooperativas de Crédito y Sociedades de Crédito Hipotecario.

Del conjunto citado de Entidades financieras, son de nueva creación las Sociedades de Crédito Hipotecario, mientras que las restantes ya podían otorgar los préstamos hipotecarios; pero, a través de esta Ley, se autoriza la emisión de títulos con cargo a esas carteras, lo que supone la posibilidad de movilizar los recursos destinados a este tipo de préstamos.

Las Sociedades de Crédito Hipotecario, que son una de las
aportaciones más relevantes de
la Ley, aparecen, por tanto, como una nueva figura del sistema financiero español y se perfilan como intermediarios financieros bancarios especializados,

cuvo activo estará fundamentalmente constituido por préstamos hipotecarios y cuyo pasivo procederá de la captación de recursos mediante depósitos a largo plazo, ahorro vinculado y emisión de títulos hipotecarios. Estas sociedades podrán así desarrollarse como entidades especializadas en el crédito hipotecario y es bueno que las exigencias no sean excesivamente engorrosas - particularmente el capital mínimo no debiera ser un obstáculo para las iniciativas que pudieran presentarse— con objeto de que se extiendan a lo largo de todo el territorio.

b) Operaciones activas

La Ley contempla las características que deben reunir las operaciones de préstamos y avales hipotecarios que otorguen las entidades financieras para poder emitir títulos y disfrutar de otras ventajas recogidas en dicha norma. Se trata de este modo de establecer la solvencia básica de los títulos (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) que se emitan sobre la cartera de créditos hipotecarios. estableciéndose una serie de cautelas sobre las características de los préstamos y avales.

Los resultados que deben reunir las hipotecas son, entre otros, la exigencia de que los bienes que se tomen como garantía mantengan un valor estable y duradero, excluyendo, por tanto, los que no participen de dicha facultad; igualmente, el crédito que se conceda no puede superar el 70 por 100 del valor de tasación u 80 por 100 en el supuesto de viviendas de protección oficial. Se contemplan también las actuaciones que deben seguirse cuando el valor

del bien que respalda un crédito desmerezca en más de un 20 por 100 del valor tasado, con objeto de que, en todo caso, los créditos estén garantizados y la solvencia de las hipotecas alcance cotas elevadas.

La Ley persigue, mediante la regulación de las operaciones activas, que los préstamos hipotecarios estén adecuadamente garantizados, defendiendo de este modo la seguridad de los tomadores de los títulos que se emitan para movilizar dichas carteras de préstamos. Para ello es preciso que las normas de tasación que reglamentariamente se dicten sean lo suficientemente claras y razonables para evitar sobrevaloraciones que, a la larga, conducirían al desprestigio de los títulos hipotecarios. El criterio que razonablemente puede seguirse para la tasación del bien es el valor de reposición, aunque, independientemente del criterio, la confianza en la tasación procederá del prestigio de sociedades profesionales o de instalaciones de larga tradición en la realización de la actividad. Es perfectamente imaginable que, a efectos de tasación, las posibles Sociedades de Crédito Hipotecario, e incluso entidades financieras que carezcan de servicios de tasación, recurran a otras que presten el servicio correspondiente, lo que puede aumentar la confianza v seguridad en las valoraciones aplicadas.

En el marco de las operaciones activas se regula la figura del aval hipotecario. Es muy interesante dicho concepto, porque de este modo se traslada el riesgo a la sociedad avalista y, además, permite prescindir de una serie de servicios necesarios en la actividad hipotecaria —tasación, estudio jurídico

de las garantías, análisis económico financiero del prestatario- ya que se puede recurrir al aval de instituciones expertas en la materia, como es el caso del Banco Hipotecario de España y Cajas de Ahorros. Es previsible que en las primeras etapas de desarrollo de las Sociedades de Crédito Hipotecario, o incluso en el otorgamiento de créditos hipotecarios por parte de las demás entidades financieras que tradicionalmente no practicaban este tipo de crédito, se recurra a dicho aval hipotecario, canalizándose así recursos al sector y evitando los costes que supondría el montar los servicios mencionados.

c) Operaciones pasivas: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias

La Ley establece la posibilidad de movilizar las carteras de préstamos hipotecarios mediante la emisión de títulos que tengan como garantía dichas carteras. Por ello, regula las características de las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, que serán principales activos financieros para la movilización de las hipotecas. No deben olvidarse, sin embargo, otras fuentes de financiación de la actividad de las entidades financieras que operan en el mercado hipotecario, particularmente los depósitos a largo plazo y de ahorro vinculado que pueden constituir las Sociedades de Crédito Hipotecario, y los restantes sistemas de captación de recursos a que pueden acudir las demás entidades financieras. Aquí sólo se hace referencia a las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias porque son

los títulos hipotecarios creados por la Ley que se comenta.

La emisión de cédulas hipotecarias, hasta el presente, era privilegio del Banco Hipotecario de España. Estos títulos valores están garantizados por la totalidad de los préstamos hipotecarios concedidos por la entidad y, en última instancia, por los bienes hipotecados. En virtud de la Ley que regula el Mercado Hipotecario, la capacidad de emisión de cédulas se extiende a aquellas entidades como las Cajas de Ahorros y Caja Postal, las Sociedades de Crédito Hipotecario y las restantes Entidades Oficiales de Crédito, cuya actividad preferente o única sea la concesión de préstamos hipotecarios.

Las cédulas, que son títulos valores, podrán ser nominativas, a la orden o al portador, con amortización periódica o no, a corto o largo plazo, con interés constante o variable, con o sin primas, emitidas en series o singularmente. Puede apreciarse, en consecuencia, que existe una total libertad en relación con los rasgos básicos que deben caracterizar estos títulos. En relación con esta amplia gama de posibilidades, el desarrollo reglamentario debe velar por la garantía en el pago de los intereses y la recuperación de los principales por sus titulares, por lo que deberán exigirse normas de acoplamiento en cuanto a la práctica de intereses variables o no v de plazos de emisión de los títulos en relación con el vencimiento medio de las carteras de préstamos.

Teniendo en cuenta que no existe una seguridad absoluta de que los préstamos hipotecarios que garantizan la emisión de cédulas sean amortizados en su totalidad en tiempo y forma y que el valor de los bienes que los respaldan, en caso de incumplimiento del contrato, sea suficiente para la cobertura de éste, la Ley establece un techo máximo del 90 por 100 sobre los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios no afectos al pago de bonos o participaciones para el importe de las emisiones de cédulas. No obstante lo anterior, por cualquier razón (por reembolso anticipado del crédito, la falta de algún requisito de éste, etc.) puede suceder que el porcentaje del 90 por 100 sea superado, en cuvo caso la entidad emisora deberá restablecerlo en un tiempo determinado.

Los bonos hipotecarios están garantizados por créditos hipotecarios especialmente afectados a la correspondiente emisión. Por tanto, el potencial adquirente de éstos se fijará más, a la hora de decidir la adquisición, en la calidad de la garantía del préstamo hipotecario afectado que en la seriedad y solvencia de la entidad emisora. Cosa distinta sucederá para la adquisición de cédulas, ya que, al no conocerse la solvencia de los tomadores de los préstamos que las garantizan ni la calidad de los bienes hipotecados, la solvencia y seriedad del emisor constituirá una información relevante.

Al igual que las cédulas, los bonos hipotecarios podrán emitirse con características diversas en cuanto a intereses, plazos, primas, etc. Con objeto de defender los intereses de los bonistas y de asegurar el buen funcionamiento del mercado, deberá exigirse que el vencimiento medio de los bonos no sea superior al de los créditos

afectados, pues de otra forma éstos podrían quedar sin garantía, y que el conjunto de estos préstamos produzca unos intereses superiores o iguales al de los bonos. En la misma línea de defensa de los intereses de los bonistas, se sitúa la exigencia prevista en la Ley de que el valor de los capitales no amortizados de una emisión de bonos, no supere el 90 por 100 de los préstamos no amortizados que la garantizan. No obstante, dado que este porcentaje puede superarse por múltiples causas, deberán regularse reglamentariamente los mecanismos y el tiempo en que se tendrá que restablecer el equilibrio.

Para la financiación de grandes obras de infraestructura, de edificios comerciales e industriales y, en general, de la construcción o adquisición de cualquier inmueble cuyo valor sea elevado, las participaciones hipotecarias pueden constituir un instrumento muy útil, ya que mediante éstas puede documentarse una especie de préstamo hipotecario sindicado. En definitiva, las participaciones hipotecarias no son otra cosa que títulos valores nominativos que documentan la participación de un tercero en un porcentaje determinado de un crédito hipotecario. De esto se deriva que el titular de la participación asume, en la proporción de ésta, el impago del crédito por el deudor o la insuficiencia del valor de la garantía del préstamo, siempre y cuando el emisor, que debería conservar la titularidad jurídica externa del crédito, obre con la diligencia de un buen administrador en la gestión de éste y, en su caso, en la ejecución de la garantía. Si el emisor no utilizara cuando fuera preciso la acción ejecutiva contra el deudor, el partícipe podrá subrogarse en la misma y, si fuera necesario, entablar acción ejecutiva contra la entidad emisora para la efectividad del vencimiento de la participación por el principal e intereses.

El período de vencimiento de las participaciones hipotecarias y los intereses de las mismas estarán condicionados por las características pactadas en los créditos hipotecarios que dan origen a las mismas. Esta es una norma general de los títulos hipotecarios, que trata de asegurar el cumplimiento del pago de intereses y amortización del principal por parte del emisor de los títulos y en favor de la garantía y seguridad de los mismos. En este mismo sentido, el patrimonio del emisor constituye una segunda línea de garantía para el partícipe.

d) Mercado secundario

El desarrollo del mercado de títulos hipotecarios está en función del atractivo que merezcan al ahorrador estos activos financieros en términos de seguridad, rentabilidad y liquidez. Dado que la liquidez dependerá, obviamente, del desarrollo del mercado secundario de títulos hipotecarios, la Ley establece el marco para que surja dicho mercado.

Efectivamente, en la Ley se establece que los títulos hipotecarios serán transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público, siendo admitidos a cotización en Bolsa sin más requisitos que los previstos para los

efectos públicos. Para dotar de liquidez a aquellos títulos, la Ley contempla la posibilidad de que las entidades puedan comprar, vender y pignorar sus propios títulos, así como participar en los fondos de regulación del mercado, cuya finalidad es proporcionar un grado de liquidez suficiente a los títulos mediante la compra y venta de los mismos.

La mecánica de funcionamiento de estos Fondos habrá de ser similar a la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, salvando lógicamente las particularidades derivadas de la distinta finalidad de unos y otros. La fuente principal de su pasivo habrán de ser los recursos que obtengan por los certificados de participación que emitan y que tomarán las entidades partícipes en cuantía igual a un porcentaje de sus emisiones que deseen sean intervenidas por el Fondo. El activo de los Fondos estará constituido básicamente por cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

Junto a los Fondos de Regulación promovidos por las entidades participantes en el mercado, el Banco Hipotecario de España, por imperativo de la Ley, habrá de promover un Fondo de Regulación Pública, cuyo objetivo fundamental, aunque no único, habrá de ser dotar de liquidez suficiente a aquellos títulos cuya garantía esté constituida por préstamos hipotecarios destinados a la financiación de la construcción o adquisición de viviendas. De esta forma, el Fondo contribuirá a incentivar la orientación de recursos financieros hacia la financiación de estos activos.

CONCLUSIONES

La Ley de Regulación del Mercado Hipotecario nace con la finalidad de movilizar las inversiones que supone el otorgamiento de préstamos hipotecarios. Sin embargo, al abordar dicho tema se establece verdaderamente un marco en el que pueden desarrollar su actividad un conjunto de entidades financieras que opten por practicar el crédito hipotecario. En el establecimiento de este marco deben destacarse los siguientes elementos: 1.º, la creación de las Sociedades de Crédito Hipotecario que, en la medida en que se desarrollen, pueden constituir dentro de unos años unos intermediarios bancarios especializados de cierta importancia para el sector de la vivienda; 2.°, la creación del mercado secundario, mediante la constitución de los fondos de regulación del mercado, particularmente el de regulación pública que debe promover el Banco Hipotecario de España, que puede hacer líquidos a los títulos hipotecarios: 3.°, la regulación de las hipotecas, al fijarse la cuantía de los préstamos, las normas de tasación y otros aspectos que aseguran la garantía de los títulos valores que se emitan sobre las carteras de hipotecas; 4.°, la creación del aval bancario que, otorgado por entidades consolidadas, puede facilitar el desarrollo inicial del crédito hipotecario, por cuanto supone la asunción del riesgo que dicho crédito comporta por parte del avalista y, también, porque evita la complejidad del otorgamiento de hipotecas; y 5.°, la regulación de la emisión de títulos hipotecarios (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) para la movilización de las carteras de

préstamos con garantía hipotecaria.

Lo que sería una ingenuidad es pensar que, al haber establecido por Ley la posibilidad de movilizar las hipotecas, se resuelvan los problemas de la vivienda o de la financiación de la vivienda en España. La Ley que comentamos lo que hace es agilizar la movilización de los recursos destinados al crédito hipotecario y ampliar las entidades financieras a unas Sociedades de Crédito Hipotecario especializadas y, por consiguiente, impulsa la canalización del ahorro al crédito hipotecario en competencia con otros sectores.

Mientras las circunstancias no cambien, el problema de la financiación de la vivienda en España seguirá requiriendo una actuación especial por parte de la autoridad económica, independientemente del desarrollo del Mercado Hipotecario. La experiencia de otros países de fuerte tradición liberal indica que es precisa cierta regulación del sistema financiero para disponer de fondos a largo plazo para la adquisición de viviendas, lo cual puede acentuarse en el caso español en la medida en que las Cajas de Ahorros, ante el proceso de liberalización de sus coeficientes, dejaran de invertir en vivienda. El ejemplo del Programa Trienal 1981/83 de Construcción de Viviendas de Protección Oficial es una buena muestra de la necesidad de comprometer recursos de la Banca privada y Cajas de Ahorros para financiar las viviendas. Es posible que, a la larga, si las instituciones de crédito hipotecario tomaran cierto empuje, pudiera prescindirse del intervencionismo que supone el establecimiento de coeficientes, pero, incluso siendo esto así, no debe sorprender la necesidad de reglamentar la inversión hacia la vivienda, aunque sea a través del encaje de los títulos hipotecarios en el ahorro colectivo, siguiendo la experiencia francesa.

Los problemas de la vivienda en España, que en mi opinión son básicamente de tipo financiero (la cuantía del préstamo raramente cubre más del 60 por 100 del precio de la vivienda, los plazos no alcanzan veinte años, las cuotas de amortización de los cinco primeros años son muy elevadas), van a requerir durante largos años el intervencionismo estatal, ya sea vía coeficiente o vía pacto, como el Programa Trienal. Ahora bien, lo que sí puede facilitar esta Ley es que parte del ahorro se dirija al sector de la vivienda por las ventajas que la misma introduce, pero difícilmente podrá escaparse la política de vivienda de cierto intervencionismo financiero, aun cuando el crédito hipotecario y los títulos hipotecarios se desarrollen y prestigien en base a la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario.