

Documentos de trabajo

Nº 1 año 2009

**EL MERCADO HIPOTECARIO ESPAÑOL
LOS TÍTULOS DEL MERCADO HIPOTECARIO**

Gregorio Arranz Pumar

Gregorio Arranz Pumar

Gregorio Arranz Pumar es Licenciado en Derecho y en Ciencias Empresariales por ICADE E-3 Madrid y Licenciado en Ciencias Políticas por la Universidad Complutense.

Abogado del Estado desde 1982, durante su trayectoria profesional ha ocupado los cargos de Asesor jurídico en el Gabinete del Secretario de Estado de Economía; Subdirector General de Legislación y Política Financiera en la Dir. Gral. del Tesoro y Política financiera del Ministerio de Economía y Hacienda; Secretario General y Jefe de la Asesoría Jurídica del grupo A.B. Asesores, continuando en sus funciones tras la compra del mismo por Morgan Stanley; Abogado del despacho Jones Day; Miembro del Comité Consultivo Bancario de la Comisión Europea y Miembro del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Actualmente comparte el ejercicio de la abogacía en despacho propio con la secretaría de la Agrupación de Depositarios de IIC y Fondos de Pensiones y con el Consejo de Inmobiliaria del Sur.

CUNEF
Colegio Universitario de Estudios Financieros

Entidad Titular: Asociación Española de Banca (AEB)
Centro adscrito a la Universidad Complutense de Madrid

C/Serrano Anguita, 8, 9 y 13 • 28004 MADRID
Telf.: 902 21 00 91 • Telf.: 91 448 08 92
www.cunef.edu • e-mail: info@cunef.edu

CUNEF Publicaciones tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en CUNEF, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en CUNEF Publicaciones son responsabilidad de los autores y, por lo tanto, no necesariamente coinciden con las de CUNEF.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro siempre que se cite la fuente.

ÍNDICE

01.	Introducción	2
02.	Concepto de mercado hipotecario	3
03.	La Ley del Mercado Hipotecario de 1981	5
04.	Los bonos respaldados por activos. Visión general	8
05.	Derecho comparado	11
06.	Características comunes a los títulos de la Ley del Mercado Hipotecario	15
07.	Los bonos hipotecarios	18
08.	Las cédulas hipotecarias	22
09.	La participación hipotecaria.....	24
10.	Titulización hipotecaria	31
11.	Conclusiones y recomendaciones.....	39
	B ibliografía.....	40

01 | Introducción

En este trabajo pretendemos hacer un estudio de los títulos del mercado hipotecario como parte fundamental del mismo. No se trata, ni mucho menos, de un estudio exhaustivo –la materia da para varios libros- sino conciso, intentando usar un lenguaje sencillo y también crítico.

El enfoque que se emplea es de tipo jurídico –institucional, pero teniendo siempre muy en cuenta la realidad financiera que subyace.

El análisis pasa por examinar el concepto de mercado hipotecario como sistema integrado por diferentes elementos, uno de los cuales son precisamente los títulos del mercado, vistos además como bonos con cobertura de préstamos hipotecarios (“covered bonds”).

Aunque el estudio se centra en la regulación del mercado hipotecario español, se analizan también someramente algunos de los modelos de derecho comparado que mejores resultados han obtenido.

Además de los tres títulos “clásicos” de este mercado: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, también tratamos brevemente sobre la titulización hipotecaria, que tanta importancia ha tenido en nuestro país, resaltando las diferencias y similitudes entre ambas figuras.

La terminación de la elaboración de este trabajo es coetánea con la aprobación del RD 716/2009, de 24 de abril, que opera como nuevo Reglamento de la Ley del Mercado Hipotecario de 1981, teniendo en cuenta, por tanto, las ultimísimas novedades normativas.

El trabajo además de crítico, pretende ser utilitario, incluyendo al final del mismo, junto unas conclusiones, algunas propuestas de mejora que podrían ser tenidas en cuenta en futuras reformas legislativas.

02 | Concepto de mercado hipotecario

El mercado hipotecario gira en torno a la figura fundamental del préstamo con garantía hipotecaria, otorgado con la finalidad de financiar la adquisición/construcción de inmuebles y especialmente de viviendas.

Se trata de un sistema complejo, que ha llegado a alcanzar cotas muy altas de sofisticación. Aunque la existencia de este mercado responde a la necesidad de atender a las exigencias de la llamada política de vivienda, también se integra en el sistema financiero como una parte esencial del mismo.

En el mercado hipotecario, concebido como sistema, podemos distinguir dos subsistemas básicos:

- a) Subsistema de generación de préstamos hipotecarios, entre cuyos elementos estarían las entidades originadoras, las características de los préstamos y el alcance de la hipoteca y, en su caso, de los mecanismos de seguro utilizables.
- b) Subsistema de movilización de los préstamos hipotecarios, referido a la circulación de los mismos, titulizados o no.

En cierto sentido, podríamos hablar de un mercado primario y un mercado secundario de hipotecas, si bien advertimos ya que estas son expresiones polisémicas y por tanto algo confusas. Por otra parte, el primer subsistema se refiere a la financiación de las adquisiciones de inmuebles mientras que el segundo persigue refinanciar a las entidades de crédito otorgantes de los préstamos hipotecarios.

Dado el objeto de nuestro trabajo, nos interesa especialmente el segundo subsistema, en el cual a su vez cabría distinguir dos segmentos:

- a) Movilización directa de los préstamos hipotecarios. El mercado de hipotecas ha tenido un gran desarrollo en algunos países, especialmente en USA, pero prácticamente nulo en España debido a las dificultades formales para la cesión del préstamo hipotecario¹.
- b) Movilización indirecta de los préstamos hipotecarios. Se trata de una circulación económica más que jurídica de los mismos, que van a ser titulizados en el sentido más amplio de la expresión.

En la movilización indirecta los préstamos pueden servir de mera cobertura a unos títulos ("covered bonds") o cederse –con intensidades diferentes- pero mediante su incorporación a los propios títulos. La movilización indirecta de los préstamos hipotecarios en sus diferentes variantes constituye el objeto principal de nuestro estudio.

En el ámbito de los títulos hipotecarios cabe distinguir, a su vez, entre un mercado primario y un mercado secundario de títulos, el primero referido a la originación/emisión de los mismos y el segundo referido a su negociación posterior.

Conviene enfatizar que en el mercado hipotecario, el empleo de la expresión sistema o subsistema no es gratuito, ya que las diferentes piezas que lo integran están claramente relacionadas entre sí, y el funcionamiento de cualquiera de ellas influye en las demás.

¹ Necesidad de escritura pública e inscripción individualizada en el registro de la propiedad (artículo 149.1 de la Ley Hipotecaria).

Antes de seguir adelante, es necesario destacar tres ideas claves para entender bien el concepto de mercado hipotecario:

- La importancia de la hipoteca como garantía real basada en el valor económico de los inmuebles, lo que se conoce como el crédito territorial. De ahí que la adecuada regulación iuscivilista de esta figura sea una auténtica premisa para un eficiente funcionamiento del mercado hipotecario.
- La inconsistencia económica de refinanciar los préstamos a muy largo plazo, propios del mercado hipotecario, con depósitos y otros pasivos emitidos a corto plazo y, en contraste, la "lógica" evidente de su titulación.
- Que además de la solidez de la hipoteca en sí, es fundamental que el préstamo que garantiza se adecue a unos parámetros prudenciales, objetivos (muy especialmente la relación préstamo/valor del inmueble) y subjetivos (capacidad financiera del deudor).

El no haber tenido en cuenta estas consideraciones y, en especial, el otorgamiento de préstamos hipotecarios de mala calidad ("subprime") ha sido causa fundamental de la crisis económica que atravesamos.

03 | La Ley del Mercado Hipotecario de 1981

1. Visión general

La pieza clave de la regulación del mercado hipotecario español sigue siendo la Ley 2/1981, de 25 de marzo. Objeto de importantes reformas, la última operada por la reciente Ley 41/2007, de 7 de diciembre (a la que nos referiremos ampliamente) su estructura básica permanece, no obstante, intacta.

Aunque con anterioridad hubo otras leyes que incidieron en el mercado hipotecario, su carácter limitado, y su relativamente escasa incidencia, nos permiten prescindir de ellas a los efectos de este trabajo. Con frecuencia eran disposiciones que implicaban un privilegio claro a favor del Banco Hipotecario².

La Ley de 1981 es una medida fruto de los "Pactos de la Moncloa" de 1977, donde se preveía lo siguiente respecto a la mejora de la política de financiación de la vivienda:

"La remoción de los obstáculos jurídicos y administrativos que se oponen a un mercado amplio de hipotecas... y proponiendo la regulación de fondos de inversión inmobiliaria que tomen como activo las hipotecas sobre inmuebles" (Apartado V, B punto 9).

Si en lo político la Ley se explica por el espíritu de consenso que inspiró dichos Pactos y la modélica transición política, en lo económico la Ley responde a los esfuerzos por modernizar y liberalizar el encorsetado sistema financiero español de la época. Especialmente "moderna" fue la muy completa regulación que la Ley contenía sobre los títulos hipotecarios como vía más eficiente para movilizar los préstamos hipotecarios.

Una de las características más sobresalientes de la Ley, sino la que más, es la concepción del mercado hipotecario como un auténtico sistema integrado, en la forma que lo definimos en el capítulo anterior. De manera muy completa la Ley trata de las siguientes materias:

- Entidades financieras que pueden operar en este mercado.
- Operaciones activas: características de los préstamos hipotecarios.
- Operaciones pasivas: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- Régimen fiscal, financiero y de control administrativo.
- Mercado secundario de los títulos.

Es de destacar que la regulación se centra en los títulos hipotecarios en cuanto mejor forma de movilizar las hipotecas, siendo su emisión y negociación sencilla y económica, en claro contraste con la "pesadez" del mecanismo tradicional de la cesión del préstamo hipotecario (escritura pública, inscripción en el registro de la propiedad, notificación al deudor...). La regulación de las operaciones activas tiene un cierto carácter instrumental, exigiéndose ciertos requisitos como condición para que los préstamos pudieran ser titulizados, y los importantes privilegios financieros y fiscales que contemplaba inicialmente la Ley iban referidos también a los títulos que recogía. Igualmente, la regulación que la Ley contiene de un mercado secundario, incluidos los llamados fondos de regulación del mercado hipotecario, va referida específicamente a los títulos hipotecarios.

La Ley fue objeto de un desarrollo reglamentario muy completo, también centrado en los títulos del mercado hipotecario, mediante el RD 685/1982, de 17 de marzo. El Reglamento fue objeto, a su vez, de cambios profundos mediante el RD 1289/1991, de 2 de agosto, que adaptó sus previsiones a las categorías de la nueva Ley del Mercado de Valores de 1988 y -sobre todo- configuró la participación hipotecaria como una auténtica cesión de crédito, abriendo la puerta a la regulación posterior, mediante la Ley 19/1982, de 7 de julio, de los fondos de titulización hipotecaria.

² Creado por la Ley de 2 de diciembre de 1872. Para una buena visión de la evolución de la legislación del mercado hipotecario vease el libro de Agustín Parra "El mercado hipotecario. (EEUU-España)", página 377 y sg.

2. La reforma operada por la Ley 41/2007

La LMH sufrió escasos cambios hasta el producido por la Ley 4/2007, a la que nos vamos a referir en diferentes apartados de este trabajo. Anteriormente sólo merece la pena recordar la modificación que la Ley 19/1992 efectuó en el artículo 15, que trata del privilegio concursal a favor del adquirente de la participación hipotecaria, sin el cual la titulización no hubiera sido posible.

Las reformas incluidas en la Ley 4/2007 trascienden el ámbito del mercado hipotecario tal como está concebido en la Ley 2/1981, constituyendo un típico ejemplo de ley omnibus. La Ley modifica el régimen de los bonos y el de las cédulas hipotecarias, siendo realmente sustantiva la alteración relativa a los primeros. Así, desaparece para los bonos la necesidad de practicar una nota al margen de cada hipoteca de cobertura inscrita en el registro de la propiedad, requisito formal cuya onerosidad había impedido en la práctica la utilización de esta figura. Además, la constitución de un sindicato de tenedores de bonos pasa de ser obligatoria a meramente potestativa.

Otras mejoras de la Ley afectan conjuntamente a bonos y cédulas, destacando la previsión de un registro contable especial dónde constarán los préstamos y créditos que sirvan de cobertura, la posibilidad de utilizar activos líquidos de sustitución que principalmente servirían para poder seguir pagando regularmente los títulos en caso de concurso de la entidad emisora y la consagración de la utilización de permutas financieras ("swaps").

También la Ley modifica el régimen de las sociedades de tasación, regulándolas de forma mucho más intensa.

El texto contiene otras muchas modificaciones que afectan al mercado hipotecario en sentido amplio, aunque no inciden en materias recogidas específicamente en la LMH. Podemos citar, entre otras:

- Nueva regulación de la comisión por amortización anticipada.
- Modificaciones en el cálculo de los aranceles notariales y registrales.
- Generalización del uso de la hipoteca de máximo, siempre que intervenga una entidad de crédito.
- Se precisa el alcance de la inscripción del derecho real de hipoteca, limitando la calificación registral a las cláusulas de contenido real.
- Se amplían los supuestos de novación modificativa del préstamo hipotecario en beneficio del deudor.

Pero la Ley 41/2007 constituye, como dijimos, una auténtica ley omnibus, pues en ella se abordan muchos otros temas que nada tienen que ver con el mercado hipotecario, como la llamada hipoteca inversa, el seguro de dependencia o las modificaciones en el régimen de la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento; incluso contiene una modificación muy importante de la Ley de Enjuiciamiento Civil en materia de prueba.

3. El nuevo Reglamento

La profundidad de los cambios que en la LMH operó la Ley 41/2007 hizo aconsejable, no ya retocar otra vez el RD 685/1982, sino el aprobar una nueva norma para el desarrollo reglamentario de la Ley. Esto tuvo lugar mediante el RD 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero.

Las principales características del nuevo Reglamento son las siguientes:

- a) No obstante los profundos cambios que introduce, se mantiene en lo fundamental la estructura del Reglamento de 1982 (ambas normas desarrollan una misma ley).
- b) Se incorpora, vía disposición adicional, una norma, que no tiene nada que ver con la LMH, en materia de subrogación hipotecaria y por eso el carácter amplio del título del Real Decreto.
- c) En el apartado dedicado a las cédulas y bonos hipotecarios se recogen cambios importantes, mientras que la regulación de las participaciones hipotecarias permanece prácticamente idéntica. Se trata de un lógico reflejo de lo ocurrido mediante la Ley 41/2007.
- d) Se avanza con decisión, aunque todavía se mantienen algunas singularidades innecesarias, en la plena sujeción de los títulos del mercado hipotecario, en cuanto valores negociables, al *ius commune* de la LMV y del RD 1310/ 205 de 4 de noviembre³.
- e) En general, la nueva regulación de los títulos del mercado hipotecario es más abierta y flexible que la anterior (libertad de amortización anticipada, preferencia de los límites cualitativos frente a los cuantitativos, etc).
- f) Contiene algunas solución criticable en relación con el seguro/aval complementario a los préstamos, a la que luego nos referiremos, que implica un claro atentado a la autonomía negocial.
- g) Se aclaran y refuerzan las competencias supervisoras del Banco de España y de la CNMV.

³ Real Decreto que desarrolla parcialmente la LMV en materia de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta y de suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

04 | Los bonos respaldados por activos. Visión general.

1. Concepto y características

Tanto las cédulas como los bonos hipotecarios son típicos ejemplos de bonos respaldados por activos, normalmente conocidos como "covered bonds" (CB en adelante). En este capítulo pretendemos hacer una breve referencia a la figura.

Estos bonos son valores de renta fija, de muy diferente configuración, cuya nota esencial y definidora consiste en estar vinculados a una serie de activos, de forma que la seguridad del pago de los bonos depende de la solidez financiera de los mismos. Esta vinculación se traduce en una clara preferencia concursal sobre los activos en el caso de la quiebra del emisor.

Dos son las características fundamentales de los CB, aparte de la afectación y preferencia concursal sobre los activos que acabamos de mencionar:

- La garantía especial que implica la afectación de ciertos activos no elimina la responsabilidad universal del emisor-deudor. Es decir, se trata de emisiones con recurso, y si en una hipotética situación concursal de la entidad emisora los bonistas no obtuvieran la satisfacción completa de sus créditos con la realización de los activos de cobertura, podrían intentarlo al igual que otros acreedores, pero respecto a los restantes bienes ya sin ninguna preferencia concursal.
- Los activos de cobertura siguen en el balance del emisor, y por tanto también sirven de garantía genérica a favor de otros acreedores en caso de concurso, pero estos sólo cobrarán con lo obtenido de la realización de dichos activos cuando los bonistas hayan obtenido la satisfacción íntegra de sus créditos.

Estas dos características diferencian a los CB de la figura de cesión de créditos, de las participaciones hipotecarias españolas y de los bonos de titulización.

2. Activos de cobertura

La gama de activos de cobertura para los CB es prácticamente ilimitada. No obstante, parecen preferibles los activos de fácil valoración y realización. Podemos citar:

- a) Los préstamos hipotecarios, pudiéndose aquí también distinguir según la naturaleza del inmueble hipotecado: residenciales, comerciales.... Los préstamos hipotecarios constituyen el ejemplo más común de activo de cobertura, sirviendo de colateral a su vez al título hipotecario paradigmático en España: la cédula hipotecaria.
- b) Créditos frente a las Administraciones Públicas. Los títulos "cubiertos" son las llamadas cédulas territoriales. En España las cédulas territoriales fueron introducidas por la llamada Ley Financiera (Ley 44/2002 de 22 de noviembre, artículo 13).
- c) Naves y en especial la llamada hipoteca naval.
- d) La hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento. A ellas se refieren los artículos 26 y 27 de la LMH, introducidos por la ley 41/2007 y todavía pendientes de desarrollo reglamentario.
- e) Otros títulos. Podemos citar las participaciones hipotecarias, las cédulas y los bonos de titulización, hipotecaria o no. Como luego veremos, en España las participaciones hipotecarias se han venido

equiparando a los préstamos hipotecarios como activos de cobertura desde la reforma del Reglamento de la LMH producida el año 1991, y las cédulas y bonos se admiten como activos de sustitución desde la Ley 41/ 2007.

3. Finalidad

Normalmente mediante la emisión de CB se intenta que las inversiones a largo plazo se financien también con instrumentos de larga duración. Esto se aprecia con especial claridad en los títulos del mercado hipotecario.

Además, mediante los CB se “aprovecha” la calidad crediticia del emisor en sí (normalmente una entidad de crédito) junto a la calidad de los activos de cobertura. Esta, como ya dijimos, es una de las notas tradicionalmente diferenciadoras respecto a la titulización.

4. Características

- Los CB normalmente son figuras de creación legal no meramente contractual. El privilegio concursal inherente a los mismos requiere un respaldo legal expreso.
- Los activos de cobertura deben ser de características específicas y estar adecuadamente identificados⁴ (ej. préstamos hipotecarios).
- Existen frecuentemente reglas de limitación/valoración de los activos. En especial, se suele establecer un ratio préstamo/valor máximo (“loan to value limits”). En ocasiones también hay obligaciones de tasación específicas. Se trata de cautelas obvias, pues la solidez de los colaterales es la clave de la calidad financiera de los títulos que se emitan.
- No basta con que los colaterales sean adecuados, además su valor debe ser suficiente para cubrir el importe de los CB emitidos. La suficiente cobertura de los títulos implica, de hecho, una necesaria sobrecolateralización, para atender a los fallidos y contingencias que siempre sufrirán algunos de los activos de cobertura. En España, por ejemplo, tendremos ocasión de ver que tanto las cédulas como los bonos hipotecarios están sujetos a ciertos límites de emisión. La sobrecolateralización va normalmente referida a los activos, más raramente se refiere a los rendimientos (flujos).
- Como ya vimos, la preferencia sobre los activos a favor del bonista, unida a la responsabilidad universal que retiene el deudor, son características definitorias de los CB.
- Son títulos emitidos normalmente por una entidad de crédito y sujetos a supervisión regulatoria.

Los CB son emitidos por entidades de crédito que buscan, como vimos, refinanciar sus préstamos a largo plazo con financiaciones también a largo plazo.

Dentro de las entidades de crédito, en cuanto emisoras de CB, podemos distinguir los siguientes tipos:

- a) Entidad de banca “universal”, con o sin licencia ad hoc especial para esta actividad. El primero sería el caso de Alemania y el segundo el de España, donde bancos y cajas han sido muy activos emitiendo cédulas hipotecarias sin ninguna autorización especial.
- b) Entidad especializada. Las antiguas sociedades de crédito hipotecario eran un ejemplo típico.
- c) Vehículo especial, creado por una entidad de crédito, pero que a diferencia de lo que ocurre con la titulización **sí** consolida con su matriz. La creación de un nuevo sujeto con personalidad jurídica diferenciada refuerza la preferencia concursal de estos títulos. Es el caso de Francia.

⁴ A veces existe una cartera adicional y minoritaria de activos de naturaleza diferente (“activos de sustitución”), también afectos y más líquidos, que serían los primeros en realizarse en una situación concursal.

5. Inversores

Los inversores institucionales han sido grandes compradores de los CB. El hecho de que la regulación específica de alguno de estos inversores diera un tratamiento especialmente favorable a la inversión en CB claramente ha favorecido los mismos.

En el campo de las instituciones de inversión colectiva, el artículo 22.4 de la Directiva UCITS (Directiva 85/611/CEE, de 30 de diciembre) permite a un fondo el invertir hasta el 25% (lo normal es el 5%) en títulos emitidos por un mismo emisor si cumplen una serie de requisitos propios de los CB:

- Deben ser títulos emitidos por una entidad de crédito domiciliada en un Estado miembro.
- La emisión está sometida a una supervisión pública especial para proteger a los inversores.
- Los importes de las emisiones deben invertirse necesariamente en activos que durante todo el periodo de la emisión deben servir para atender los pagos a los inversores y en caso de insolvencia serán la base para el pago del principal e intereses debidos.

Las normativas sobre solvencia bancaria y provisiones técnicas de las compañías aseguradoras también han dado tradicionalmente un trato más favorable a las inversiones en ciertos CB, por su solidez financiera.

05 | Derecho comparado

1. Alemania

1.1. Introducción

Los bonos hipotecarios alemanes, los "Pfandbrief" (PF en adelante), constituyen el paradigma de los CB respaldados por hipotecas, por volumen emitido y técnica regulatoria. La actual legislación data de 22 de mayo del 2005 (Pfandbrief Act).

1.2. Emisor

Los PF hasta el año 2005 sólo podían ser emitidos por un banco especializado, hoy basta obtener una licencia especial, para lo cual se requiere un capital de al menos 25 millones euros, medios organizativos y un control de riesgos suficiente.

1.3. Activos de cobertura

Los activos de cobertura son los préstamos hipotecarios de la cartera. Hasta un 10% del saldo vivo de las emisiones pueden consistir en créditos contra el Banco Central Europeo, bancos centrales o entidades de crédito idóneas.

Los bienes hipotecados deben situarse en la Unión Europea, USA, Canadá y Japón.

Se permite la utilización limitada de derivados en relación con los activos de cobertura.

1.4. Valoración y exigencias de LTV

Se regula con detalle los requisitos de las tasaciones y que los tasadores (externos o internos a la entidad) gocen de independencia.

La relación préstamo/valor ("loan to value", LTV) se fija en el 60%. Si el préstamo excede el límite, la parte que no llega al mismo sirve, sin embargo, como activo de cobertura.

Las valoraciones deben ser comprobadas y en su caso revisadas periódicamente.

1.5. Límites

El volumen total de la emisión debe estar respaldado en todo momento por activos de cobertura que tengan el mismo importe y que generen al menos los mismos intereses. Además, se exige una sobrecolateralización de al menos el 2% en el valor actualizado de los rendimientos. El grado de cobertura es objeto de publicidad cuatrimestral.

El riesgo de "mismatch" entre flujos es bastante reducido en Alemania, ya que la cancelación anticipada de hipotecas está muy limitada.

1.6. Controles

Una figura típica del modelo alemán es el “monitor de la cobertura”, que es un profesional independiente, con capacidad suficiente, designado por el regulador. El monitor supervisa la suficiencia de las coberturas y se requiere su aprobación para enajenar cualquier activo hipotecario.

Además, el regulador alemán ejerce una supervisión reforzada sobre las entidades emisoras.

1.7. Segregación de los activos

Las entidades llevan un registro interno dónde constan los activos de cobertura, pero los activos siguen figurando contablemente en el balance de la entidad.

En caso de quiebra, los activos registrados constituyen un patrimonio separado y no forman parte de la masa de la quiebra, teniendo un administrador concursal especial. En Alemania cabe también que, con la autorización del regulador, el patrimonio separado de cobertura se transfiera a una entidad no quebrada.

La quiebra no produce una aceleración en el pago de los PF. A su vez, cualquier aplazamiento concursal tampoco les afecta, mientras exista suficiente liquidez.

El administrador concursal especial que se nombre puede buscar financiación externa, disponer de los activos y, en general, adoptar las medidas necesarias para obtener liquidez.

Los inversores tienen preferencia sobre los activos de cobertura, pero si estos fueran insuficientes también pueden proceder contra el resto del patrimonio del emisor (emisión con recurso).

2. Francia

2.1. Introducción

Los CB franceses, de larga tradición, se denominan “obligations foncières” (OF).

En Francia, las OF sólo pueden emitirse por unas entidades de crédito especializadas llamadas “Sociétés de Crédit Foncier” (SCF), supervisadas por la Comisión Bancaria y sujetas a reglas específicas (artículo 513 y sig. del Código Financiero y Monetario).

2.2. Activos de cobertura

Además de los préstamos hipotecarios, que constituyen la cobertura típica, caben otros activos tales como los créditos garantizados por una entidad de crédito o compañía de seguros, los créditos a bancos centrales o administraciones públicas del Espacio Económico Europeo o los bonos de titulación “senior”. Además, cabe invertir hasta un 15% en activos de sustitución (muy líquidos y especialmente seguros).

2.3. Privilegio

Los inversores en las OF tienen una preferencia absoluta respecto a los activos de cobertura en caso de quiebra de una SCF. Los ingresos derivados de dichos activos sirven, en primer lugar, para pagar a los bonistas, sin que, por otra parte, se produzca una aceleración en los pagos.

A las emisiones de OF tampoco se les aplican las reglas generales sobre retroacción de las quiebras.

El privilegio se extiende también a los derivados que puedan contratar los SCF (cuya quiebra no constituye por sí sola un “termination event”).

2.4. “Bankruptcy remoteness”

Como excepción a la regla general, la quiebra de la matriz de una SCF (que normalmente será un banco) no afecta a la propia SCF.

La regulación francesa ha conseguido un altísimo grado de aislamiento de las SCF, lo cual a su vez ha tenido reflejo en los ratings otorgados a las OF y obviamente en su menor coste relativo.

2.5. Ratio de cobertura

El volumen emitido debe ser forzosamente inferior a los activos de cobertura.

2.6. Controles

Existe un controlador específico, nombrado con la aprobación del regulador, encargado de evaluar la suficiencia de la cobertura y, en general, evaluar si las SCF cumplen la normativa que les es de aplicación.

El controlador asiste a las Juntas Generales y puede también asistir a los Consejos de Administración.

Además, anualmente, las SCF deben publicar un informe referido a la naturaleza y calidad de sus activos y al riesgo de interés asumido.

3. Dinamarca

3.1. Introducción

Dinamarca es un país con larga tradición de emisiones de bonos hipotecarios. La actual ley danesa sobre bonos hipotecarios es de 1 de julio de 2007.

En Dinamarca sólo un tipo especial de bancos especializados pueden emitir bonos hipotecarios. Estas entidades, en cambio, no pueden captar depósitos, siendo el capital mínimo de estos bancos de 5 millones de euros.

3.2 Activos de cobertura

Como ocurre en otras legislaciones, aunque los préstamos hipotecarios constituyen la cobertura por excelencia, también se admiten los créditos a las administraciones públicas.

Los activos de cobertura permanecen en el balance, pero claramente identificados y legalmente separados (patrimonios separados, llamados “centros de capital”). No se admite la movilización separada de los préstamos. La utilización de derivados con fines de cobertura es en cambio perfectamente válida.

3.3 Valoración y LTV

La normativa prevé reglas exigentes en materia de tasación.

El LTV depende de la finalidad del préstamo, como regla general es de 60%, pero en caso de viviendas puede llegar hasta el 80%. Se trata de un límite que debe vigilarse continuamente, existiendo una obligación de ampliar la garantía en su caso.

3.4. Gestión de riesgos

Existen reglas estrictas y relativamente complejas para gestionar los riesgos de interés, liquidez y eventualmente de tipo de cambio.

En el modelo danés, la concesión de nuevos préstamos requiere la previa emisión de bonos por un importe equivalente ("top issuance"), habiendo un ajuste perfecto de flujos.

Los auditores internos deben llevar un control riguroso y permanente de la suficiencia de los préstamos de cobertura.

3.5. Segregación de los activos

Las hipotecas y demás activos de cobertura son asignados a los llamados "centros de capital". Estos centros constituyen un grupo de emisiones con responsabilidad conjunta del emisor y un fondo de reserva común. La quiebra provoca la segregación de estos "centros de capital" y un administrador concursal administra entonces los activos de cobertura, estando su actuación muy regulada. Como es normal, se intentará salvar la entidad antes de proceder a su liquidación. Los bonistas tienen una preferencia absoluta sobre los activos de cobertura.

La mera quiebra del emisor no implica la amortización acelerada de los bonos emitidos, solución común a otros modelos de CB.

06 | Características comunes a los títulos de la Ley del Mercado Hipotecario

1. Introducción

Tras estudiar el concepto genérico de “covered bonds” y antes de entrar en el estudio singular de cada modalidad de título del mercado hipotecario en España, vamos a efectuar en este capítulo una breve descripción de una serie de características y requisitos comunes a todos ellos o, al menos, aplicables a las cédulas y bonos hipotecarios.

Se trata de las reglas relativas a los préstamos hipotecarios de cobertura y de una serie de requisitos relacionados con la emisión de estos títulos.

2. Los préstamos de cobertura

Como ya dijimos, la Ley del Mercado Hipotecario contempla a éste como un sistema completo e integrado. Los títulos hipotecarios constituyen un expediente para movilizar préstamos hipotecarios que tienen ciertas características y finalidades específicas. Aunque el objeto de este estudio son los primeros, el mismo no sería posible sin una referencia, al menos breve, a los préstamos hipotecarios.

Es muy importante señalar que tras la reforma operada por las leyes 41/2007 y, sobre todo, con el nuevo Reglamento (artículo 3 “Préstamos y créditos elegibles”), la perfecta simetría hasta entonces existente entre préstamos sujetos a los requisitos de la Ley (Sección II. “Operaciones activas”) y títulos del mercado hipotecario (Sección III. “Operaciones pasivas”) se ha roto ya que:

- 1) Las cédulas hipotecarias están garantizadas “por hipoteca sobre todas las que en cualquier tiempo constan inscritas a favor de la entidad emisora” (artículo 12 de la Ley), no siendo ya necesario que los préstamos forzosamente cumplan los requisitos de la Sección II de la Ley. No obstante, estos préstamos son los únicos computables en la base del límite de emisión de las cédulas del que luego hablaremos.
- 2) Los préstamos hipotecarios pueden movilizarse vía certificados de transmisión hipotecaria (CTH), aunque no cumplan dichos requisitos.

Sólo para los bonos hipotecarios y para las participaciones hipotecarias se mantiene la exigencia de que los préstamos hipotecarios se sujeten en su integridad a las prescripciones de la Sección II de la Ley, desarrolladas en el Capítulo II del Reglamento.

Los préstamos hipotecarios “elegibles” deben cumplir los siguientes requisitos que evidencian su solidez financiera y jurídica:

- 1) Los préstamos (y también los créditos, al haber permitido expresamente la Ley 41/2007 -nuevo artículo 153 bis en la Ley Hipotecaria-, la utilización generalizada por las entidades de crédito de la llamada hipoteca de máximo) deben estar garantizados con primera hipoteca sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca. El Reglamento detalla los bienes y préstamos excluidos (artículos 11 y 12) .
- 2) Como regla general, la relación préstamo/valor (el “loan to value” o LTV) se fija en el 60% y para viviendas en el 80%. Existen reglas especiales para los inmuebles en construcción.

- 3) El anterior requisito debe ser valorado de forma dinámica, "ya que 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" (artículo 5, párrafo 3 de la LMH). El desarrollo de este artículo dio lugar a una importante polémica en la fase de elaboración del actual Reglamento si bien el texto final es aceptable, siendo la única novedad reseñable el contemplarse un plazo adicional de un año antes de poner en marcha el mecanismo descrito, pero sólo cuando el deudor sea persona física (artículo 9).
- 4) Los inmuebles deben haber sido tasados con sujeción a reglas específicas. La Ley 41/2007 ha incorporado una regulación mucho más intensa de las sociedades de tasación.
- 5) Los inmuebles tienen que haber sido asegurados contra daños.
- 6) Las hipotecas, en caso de concurso de la entidad de crédito, sólo pueden impugnarse al amparo del artículo 71 de la Ley 22/2003, Concursal, invocando fraude en su constitución y quedando siempre a salvo los derechos de tercero de buena fe.

La reforma de la Ley 41/2007 y el nuevo Reglamento han introducido algunas flexibilizaciones interesantes, así:

- Claramente ya no se exige una finalidad específica para los préstamos, en contraste con la regulación original en la que sí había una cierta referencia a la actividad de construcción/rehabilitación.
- Se permite la utilización de préstamos garantizados con inmuebles situados dentro de la Unión Europea, pero con garantías de naturaleza equivalente a las españolas, correspondiendo al Banco de España en última instancia el determinar la equivalencia.
- La posibilidad de superar el LTV desde el 80% al 95%, siempre que se complemente la garantía hipotecaria mediante un seguro o el aval de una entidad crediticia. El Reglamento en su artículo 5 contienen una regulación muy prolija de esta posibilidad, y exige que el coste adicional sea sufragado necesariamente por la entidad de crédito prestamista, prohibiendo expresamente su repercusión sobre el deudor hipotecario. Este último punto es muy criticable por constituir un claro atentado al principio de libertad de negociación entre las partes.

3. Reglas comunes aplicables a la emisión de los títulos del mercado hipotecario

1. Existe una clara sujeción de las tres modalidades de títulos a la LMV y al RD 1310/2005. A falta de una regulación específica en la legislación del mercado hipotecario, se aplica la citada normativa en cuanto *ius commune* en este campo.
2. Todas las entidades de crédito situadas en España pueden ser emisoras, con la exclusión –para nosotros injustificada– de las sucursales de entidades no comunitarias.
3. Los títulos pueden representarse por anotaciones en cuenta o por títulos físicos.
4. Cédulas y bonos pueden emitirse en serie o singularmente, y ser nominativos, a la orden o al portador. Las participaciones hipotecarias son siempre nominativas y se emiten singularmente (cada una se refiere a un solo préstamo singularizado). La LMV, tras la reforma del 2007 para incorporar la directiva MIFID, en su nuevo artículo 2, les atribuye a todos la naturaleza de valores negociables.

5. Se regulan con cierto detalle las menciones a incorporar a los títulos (y en las escrituras y otros documentos "constitutivos" de la anotación en cuenta).
6. En particular en los títulos de las cédulas y bonos hay que mencionar expresamente que la garantía especial de los préstamos afectos no excluye la responsabilidad universal del emisor (se trata de algo evidente jurídicamente, pero no deja de ser un buen reclamo comercial).
7. Se enfatiza el principio de libertad de emisión con sujeción sólo a las (escasas) previsiones normativas de *ius cogens* que contempla la legislación como tales. En especial, para cédulas y bonos se consagra la posibilidad de incluir cláusulas de amortización anticipada a disposición del emisor, algo muy reclamado por la industria.
8. En ningún caso el deudor hipotecario puede verse perjudicado por la emisión de los títulos y, en consecuencia, no es necesario que se le haga comunicación alguna y menos que se tenga que recabar su consentimiento.
9. El nuevo Reglamento permite que las entidades tengan en autocartera hasta el 50% de los títulos de cada emisión que se distribuya entre el público, siendo antes el límite de sólo un 5 %. En todo caso se trata de información relevante de la que debe conocer el mercado.
10. En último lugar, sólo recordar que los títulos del mercado hipotecario no tiene nada que ver con las obligaciones hipotecarias de la Ley Hipotecaria (artículo 150 y sig.), los primeros sirven para movilizar créditos concedidos por las entidades de crédito y las segundas son obligaciones "normales" de la Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989), pero con garantía inmobiliaria.

07 | Los bonos hipotecarios

1. Introducción

Los bonos hipotecarios aparecen especialmente regulados en los artículos 13 y 17 de la Ley y su preferencia concursal se recoge en el artículo 14, conjuntamente con la que se atribuye a las cédulas hipotecarias. El Reglamento, a su vez, se refiere a ellos en su Capítulo III, "Operaciones Pasivas", regulándolos junto a las cédulas. La Ley 41/ 2007 afectó profundamente a la regulación de esta figura.

Los bonos hipotecarios son, como sabemos, una modalidad de CB garantizados por un conjunto limitado y acotado de hipotecas. Esta especificación de los activos afectos es el rasgo diferenciador principal frente a las cédulas hipotecarias.

La emisión de los bonos, hasta la reforma operada por la Ley 41/2007, era realmente complicada y costosa desde el punto de vista formal, ya que no bastaba con afectar los préstamos de cobertura en la escritura de emisión, sino que además dicha afectación se debía hacer constar en el Registro de la Propiedad, por nota al margen de las respectivas inscripciones de las hipotecas afectadas (antiguo artículo 13, p.2). Esta onerosidad formal ha sido la causa principal de que, salvo alguna emisión de la extinta Caja Postal de Ahorros en los años 80, la figura siga prácticamente inédita.

2. Características

Nos referimos aquí sólo a las características más específicas de los bonos, pues en el capítulo anterior ya vimos los requisitos generales para la emisión de los títulos del mercado hipotecario. Algunas de estas características son aplicables también a las cédulas.

- 1) Como ya hemos dicho, los bonos hipotecarios están respaldados no por toda la cartera de préstamos hipotecarios del emisor, como si ocurre en las cédulas, sino sólo por un conjunto limitado de ellos. El artículo 13, en su párrafo 2, establece que "el capital y los intereses de los bonos hipotecarios estarán **especialmente garantizados**, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre los préstamos y créditos hipotecarios que se afecten en escritura...", ya no es necesario, en cambio, ninguna inscripción registral específica de la afectación.

El Reglamento regula con cierto detalle el contenido de la escritura de afectación, el momento de la afectación -antes del desembolso por los suscriptores- y las causas de extinción de la misma: amortización de los bonos, cancelación de la hipoteca o mediante convenio(artículo 18.2).

- 2) Los préstamos y créditos de cobertura deben cumplir todos ellos los requisitos de la Sección II de la LMH, es decir, deben ser "elegibles" en la terminología del artículo 3 del nuevo Reglamento. Las cédulas, en cambio, como ya vimos, están garantizadas también por los préstamos hipotecarios que no cumplan los requisitos previstos en dicha Sección.
- 3) Tras la última reforma, expresamente se contempla que bonos y cédulas puedan emitirse utilizando "swaps" de tipos de interés o de divisa. En relación con estos contratos, el artículo 20 del Reglamento exige un "rating" elevado a las contrapartes y que los contratos especifiquen que el derecho del emisor al valor positivo del "swap" no se verá perjudicado en los supuestos de concurso (entendiéndose cumplido el requisito si el concurso no implica la terminación anticipada del derivado).
- 4) Se contempla la posibilidad (antes era un requisito obligatorio) de constituir un sindicato de tenedores de bonos. Si se utiliza la misma, la entidad emisora designará un comisario que concurrirá al otorgamiento de la escritura en nombre de los futuros bonistas. El comisario así designado debe ser ratificado por la asamblea de bonistas, y el Reglamento exige el consentimiento expreso del

sindicato para todos los actos con relevancia para los bonos, tales como la afectación de nuevos préstamos, cancelación de una hipoteca por causa distinta al pago etc. El comisario ostenta la representación legal del sindicato, que también preside, y como tal ejercerá las acciones que procedan; la Ley le atribuye específicamente la comprobación de si se mantiene el límite recogido en el artículo 17.1, al que a continuación nos referiremos.

El régimen de actuación del sindicato y del comisario se desarrolla en el artículo 19 del Reglamento, que a su vez se remite como regulación supletoria al Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas, dónde se regula con carácter general el sindicato de obligacionistas. Dentro del marco legal señalado, la propia escritura de emisión y los acuerdos de la asamblea de bonistas sirven para completar su régimen de actuación.

- 5) Además de la preferencia concursal de la que luego hablaremos, los bonistas son acreedores con preferencia especial del artículo 1923.3 del Código Civil respecto a los activos de garantía. Por otra parte, sus títulos tienen carácter ejecutivo.
- 6) El nuevo artículo 17.1 de la Ley limita el importe de las emisiones de forma distinta a como antes se hacía. Según la nueva redacción, el valor actualizado de los bonos deberá ser inferior al menos en un 2% al valor de los préstamos y créditos hipotecarios afectados. En el primer Reglamento de 1982, como todavía ocurre para las cédulas hipotecarias, el importe de la emisión se limitaba en función de los capitales no amortizados de los créditos afectados (máximo el 90%) y, además, el vencimiento medio de los bonos hipotecarios no podría ser superior al de los créditos afectos.

En todo caso, los emisores deben velar porque no haya desequilibrios inapropiados entre los flujos de los activos de cobertura y las obligaciones de pago, la misma regla esta prevista para las cédulas.

- 7) El porcentaje límite de emisión debe respetarse en todo momento, no obstante el Reglamento contiene una regulación bastante extensa sobre como restablecer la proporción incumplida, por incrementos en las amortizaciones o por cualquier otra causa sobrevenida (artículo 25, también aplicable a las cédulas).

3. Preferencia de los bonistas

La Ley califica como hipotecaria la preferencia que los bonistas tienen sobre los préstamos y créditos afectados en garantía. Se trata de una nota común a las cédulas, variando sólo los activos de cobertura, como ya sabemos. Es una hipoteca en cierta forma tácita -sin inscripción registral como tal-, pero específica -al recaer sobre activos concretos- y que opere *ex lege*.

En caso de concurso de la entidad emisora, los préstamos hipotecarios seguirán con su vida normal hasta el momento del convenio, sin que ni siquiera se vean entonces afectados los bonistas por el resultado del mismo, por ser acreedores con privilegio especial. Esta especial condición les daría así mismo derecho en su día (si se llegase eventualmente a la fase concursal de liquidación) a ver satisfechas las deudas pendientes con cargo a los préstamos hipotecarios afectos, yendo el importe de su realización sólo subsidiariamente a otros acreedores de diferente naturaleza (artículos 56,84.2.7, 90.1, 123 y 155.7 de la Ley Concursal).

Tras la reforma operada por la Ley 41/2007, la preferencia se extiende también a los activos de sustitución y a los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados cuando existan.

La Ley recoge también la regla, propia de los CB, de que la mera declaración concursal del emisor no incide en pago regular a los bonistas. Su artículo 14, párrafos 3 y 4 literalmente recoge que :

"...se atenderán durante el concurso, de acuerdo con lo previsto en el número 7º del apartado 2 del artículo 84 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, y como créditos contra la masa, los pagos que correspondan por amortización de capital e intereses de las cédulas y bonos hipotecarios emitidos y pendientes de amortización en la fecha de solicitud del concurso hasta el importe de los ingresos percibidos por el concursado de los préstamos y créditos hipotecarios y, si existen, de los activos de

sustitución que respalden las cédulas y bonos hipotecarios y de los flujos económicos generados por los instrumentos financieros vinculados a las emisiones.

En caso de que, por un desfase temporal, los ingresos percibidos por el concursado sean insuficientes para atender los pagos mencionados en el párrafo anterior, la administración concursal deberá satisfacerlos mediante la liquidación de los activos de sustitución afectos a la emisión y, si esto resultase insuficiente, deberá efectuar operaciones de financiación para cumplir el mandato de pago a los cedulistas o tenedores de bonos, subrogándose el financiador en la posición de éstos.”

Por lo tanto, la nueva regulación quiere salvar en la medida de lo posible el “normal” perfil de los pagos a los inversores, hasta llegar a prever el endeudamiento adicional del concursado.

Hasta la fecha, afortunadamente, no ha habido ningún caso de emisor de bonos que haya incurrido en una situación de concurso de acreedores (ni prácticamente emisiones) y por lo tanto está por ver la virtualidad en la práctica de las reglas expuestas, que en principio parecen correctas.

Para supuestos de incumplimientos sin llegar al concurso, la figura de la hipoteca sobre hipotecas, en cuanto fórmula para articular la preferencia del bonista, es algo ambigua y hubiera requerido una mayor concreción normativa (véase la monografía de Ortí Vallejo sobre las garantías de los títulos del mercado hipotecario, citada en la Bibliografía, para abundar en el tema).

Por otra parte -como ya hemos mencionado- la afectación de los préstamos en garantía no excluye la responsabilidad universal del emisor.

Los tenedores de los bonos de una emisión tendrán, en todo caso, prelación sobre los tenedores de las cédulas, cuando concurran sobre un préstamo o crédito afectado a dicha emisión.

4. Activos de sustitución

Una de las principales novedades de la Ley 41/2007 es permitir que cada emisión de bonos esté respaldada hasta un 10% por activos, distintos a los préstamos hipotecarios, conocidos como activos de sustitución.

Según el artículo 17.2 de la LMH estos activos pueden consistir en :

- a) Valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, otros Estados miembros de la Unión Europea o el Instituto de Crédito Oficial.
- b) Cédulas hipotecarias admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, o en un mercado regulado, siempre que dichas cédulas no estén garantizadas por ningún préstamo o crédito con garantía hipotecaria concedido por el propio emisor de los bonos ni por otras entidades de su grupo.
- c) Bonos hipotecarios admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, o en un mercado regulado, con una calificación crediticia equivalente a la del Reino de España, siempre que dichos valores no estén garantizados por ningún préstamo o crédito con garantía hipotecaria concedido por la propia entidad emisora de los bonos, ni por otras entidades de su grupo.
- d) Valores emitidos por Fondos de Titulización Hipotecaria o por Fondos de Titulización de Activos admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, o en un mercado regulado, con una calificación crediticia equivalente a la del Reino de España, siempre que dichos valores no estén garantizados por ningún préstamo o crédito concedido por la propia entidad emisora de los bonos hipotecarios, ni por otras entidades de su grupo.
- e) Otros valores de renta fija admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, o en un mercado regulado, con una calificación crediticia equivalente a la del Reino de España, siempre que dichos valores no hayan sido emitidos por la propia entidad emisora de los bonos hipotecarios, ni por otras entidades de su grupo.

- f) Otros activos de bajo riesgo y alta liquidez que se determinen reglamentariamente.

Se trata de una posibilidad también prevista para las emisiones de cédulas, pero aquí con el límite del 5%. A los efectos del cálculo del límite, los activos de sustitución se valoran por su valor de mercado en el momento de su vinculación. La vinculación se produce simultáneamente a la emisión y debe constar en el registro contable especial del que hablamos a continuación.

Los activos de sustitución, como ya sabemos, deberán ser los primeros en realizarse si el emisor en concurso sufre desfases temporales de liquidez que le impiden pagar a los bonistas en tiempo (artículo 14 p.4 de la LMH, arriba transcrito). Además, que duda cabe que constituyen un factor adicional de flexibilización al estructurar las emisiones, constituyendo una innovación claramente positiva.

5. Registro contable

Otra novedad importante y positiva de la Ley 41/2007, que describimos en este capítulo dedicado a los bonos aunque también es aplicable a las cédulas, consiste en la previsión de la llevanza de un registro contable especial. Así, el artículo 13 de la Ley obliga a las entidades emisoras de los bonos hipotecarios a que lleven un registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios afectados a la emisión y, si existen, de los activos de sustitución incluidos en la cobertura, así como de los instrumentos financieros derivados vinculados a la emisión.

Se trata de un registro que las entidades emisoras deben tener permanentemente actualizado, y que se organiza en base a dos partes, una relativa a los activos que respalden a las cédulas y otra segunda relativa a los que respaldan a los bonos.

El Reglamento incluye varios anexos relativos al contenido de estos registros (préstamos, activos de sustitución y derivados) y habilita expresamente al Banco de España⁵ para su desarrollo. El registro no tiene carácter público.

En las cuentas anuales figurarán a su vez los datos esenciales del registro, cuya concreción se deja al Banco de España.

Además, las entidades emisoras deberán incluir una nota específica en su memoria anual de actividades que se refiera a los citados datos esenciales de registro. En dicha nota debe figurar también una manifestación expresa del Consejo de Administración (u órgano equivalente) sobre la existencia de políticas y procedimientos en relación con el mercado hipotecario y de asunción de responsabilidad del cumplimiento de la normativa.

La existencia del registro especial hay que valorarla de forma muy positiva, máxime si se tiene en cuenta que nuestra legislación a diferencia de otras como la alemana, no contempla la figura de un controlador independiente de la suficiencia de los activos de cobertura.

⁵ La Circular 6/2008, de 26 de noviembre, que reformó la Circular 4/2004 sobre normas de información financiera ya anticipó el contenido de estos registros.

08 | Las cédulas hipotecarias

1. Introducción

Las cédulas hipotecarias aparecen especialmente reguladas en los artículos 12 y 16 de la LMH (aparte de en otros artículos que también tratan de los bonos hipotecarios). El Reglamento las recoge en su Capítulo III dedicado a las “operaciones pasivas”.

Aunque en la economía de nuestra legislación del mercado hipotecario, cédulas, bonos y participaciones hipotecarias se agrupan en la categoría común de “operaciones pasivas” o títulos del mercado hipotecario, como ya hemos visto, las dos primeras figuras responden a la modalidad de “covered bonds” y -por su parte- la participación hipotecaria es antes que nada una cesión de crédito, pero instrumentalizada a través de un valor negociable.

La gran diferencia entre cédulas y bonos estriba en la afectación de la totalidad o solo parte (debidamente especificada) de la cartera hipotecaria del emisor como cobertura de la emisión.

La LMH en este punto ha sufrido importantes cambios mediante la Ley 41/2007. A su vez, el nuevo Reglamento también incorpora importantes novedades. No obstante, los cambios relativos a las cédulas son de menor intensidad que los experimentados por los bonos hipotecarios. Una parte importante de la regulación es en cualquier caso común a ambas figuras.

En la versión original del Reglamento de 1982 la cédula hipotecaria tenía un cierto carácter privilegiado, pues estaba reservada su emisión al Banco Hipotecario (tradicional usuario de esta figura ya desde antes de aprobarse la LMH), a las Cajas de Ahorro y a las Sociedades de Crédito Hipotecario. Los bancos tuvieron que crear este tipo especial de sociedades, en un primer momento, para poder emitir cédulas. Tras la Ley de Disciplina e Intervención de 1988 y, más claramente, tras la importante reforma de Reglamento que tuvo lugar en año 1991, toda entidad de crédito, incluidos los Establecimientos Financieros de Crédito pueden emitir cédulas.

En los últimos años el nivel de emisiones ha sido realmente alto, utilizándose a veces la figura de los fondos de titulización como vehículo intermedio para conseguir emisiones de mucho mayor tamaño (emisiones “jumbo”) y con mayor diversificación de riesgos⁶.

El éxito de las cédulas, en vivo contraste con lo ocurrido con los bonos, se debe, además de obviamente a las necesidades de refinanciación de las entidades de crédito en los años del “boom” inmobiliario, a la acertada –en términos generales- regulación de la figura.

2. Características

Las principales características de las cédulas hipotecarias las exponemos a continuación, resaltando las diferencias con sus “primos hermanos” los bonos hipotecarios, analizados en el capítulo anterior:

- 1) Las cédulas tienen como cobertura el conjunto de la cartera de préstamos y créditos hipotecarios de la entidad emisora y no activos concretos especialmente identificados como ocurre con los bonos hipotecarios. El p.2 del artículo 12 establece que:

“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 y no estén afectas a emisión de bonos hipotecarios, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la misma y, si existen, por los activos de sustitución contemplados en el apartado dos del artículo 17 de la Ley y por los flujos económicos generados

⁶ Varias entidades de crédito, frecuentemente cajas, emiten cada una una cédula hipotecaria singular, que es comprada por un Fondo de Titulización de Activos.

por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión, en las condiciones que reglamentariamente se determinen”.

La hipoteca que sirve para articular la garantía es totalmente tácita, general -pues no recae sobre activos concretos- y opera *ex lege*. Ya al hablar sobre los bonos hipotecarios expresamos alguna duda sobre la forma jurídica de articular la preferencia y su insuficiente desarrollo normativo.

- 2) Tras la última reforma legal, y consecuentemente en el nuevo Reglamento, la cobertura alcanza no sólo a los préstamos y créditos hipotecarios que cumplan los requisitos de la Sección II de la Ley, sino también a los que no cumplan los mismos. Como vimos, ésta es una nota que también hoy diferencia a los bonos respecto a las cédulas. La solución desvirtúa algo la naturaleza de la cédula, pero incrementa su solidez financiera al aumentar el patrimonio especialmente afecto. La medida tiene el efecto colateral de desmerecer la posición acreedora de los acreedores por otros conceptos (al disminuir el remanente de activos “libres”).
- 3) No obstante, sólo los préstamos “elegibles” computan en la base del límite de la emisión (artículo 24.1 del Reglamento). De esta base también se excluyen los préstamos del emisor objeto de participación hipotecaria y los específicamente afectos a una emisión de bonos. Las participaciones hipotecarias en cartera adquiridas a otras entidades, en cambio, y de forma totalmente coherente, sí son computables.
- 4) En el caso de que haya que proceder a la liquidación concursal de los préstamos (artículo 155.3 de la Ley 22/2003), el pago a los cedulistas se efectuará a prorrata, independientemente de la fecha de emisión de los títulos. Si un mismo crédito también estuviera especialmente afecto a una emisión de bonos, se pagará primero a los bonistas.

09 | La participación hipotecaria

1. Introducción

La participación hipotecaria aparece recogida en el artículo 15 de la LMH, desarrollado por los artículos 26 a 34 del nuevo Reglamento. El artículo 15 fue reformado sustancialmente con ocasión de la Ley 19/1992, que introdujo normativamente la titulización en España, estableciendo una preferencia concursal cuasi absoluta, en caso de quiebra del emisor, a favor del partícipe⁷. El Reglamento originario a su vez experimentó un cambio notabilísimo con la reforma operada por el RD 1289/1991, a la que a continuación nos referiremos con cierto detenimiento. El nuevo Reglamento del 2009 no ha incidido, en cambio, prácticamente en la regulación de esta figura.

Aunque la participación hipotecaria aparece regulada en la misma sección de la Ley (y en el mismo capítulo del Reglamento) que las cédulas y bonos hipotecarios, bajo la rúbrica de "Operaciones pasivas", no hay duda de que constituye una categoría muy diferente. Cédulas y bonos son, como vimos, "covered bonds", títulos respaldados por hipotecas, mientras que la participación hipotecaria es fundamentalmente una cesión de crédito que se vehiculiza a través de un valor negociable.

Decimos que "fundamentalmente" la participación hipotecaria es una cesión de crédito, pues lo cierto es que la participación hipotecaria es una institución de naturaleza jurídica poco clara y con una configuración algo ambigua.

La propia LMH, en su artículo 15, la define como un título valor, encuadrándola, como acabamos de ver, en la misma sección que las cédulas y bonos hipotecarios. Pero al mismo tiempo, parece sobre todo configurar la participación como una forma de cesión de crédito, al estipular "que las Entidades a las que se refiere al artículo 2º -entidades de crédito- podrán hacer participar a terceros, en todo o parte, de uno o varios créditos hipotecarios de su cartera...", y concluir dicho artículo 15 diciendo que "la parte de crédito cedida en participaciones hipotecarias no se computará dentro de la cifra de capitales de riesgo". Otros aspectos de la regulación ponen de manifiesto el carácter contradictorio de la figura. Un adecuado desarrollo reglamentario hubiera servido para paliar las citadas incongruencias y desarrollar las potencialidades que la institución encerraba. Sin embargo, el Reglamento (RD 685/1982) hizo inicialmente una interpretación muy restrictiva de la Ley, como evidenciaban fundamentalmente estas dos cuestiones:

- a) La Ley permitía participaciones sobre uno o varios créditos hipotecarios, mientras que en el Reglamento (artículo 61.2) se establecía que "en todo caso, cada título de la emisión representará una participación en un determinado crédito hipotecario".
- b) Especialmente preocupante era que la regulación reglamentaria trataba de minimizar o incluso de eliminar, con su dicción, el carácter de cesión de crédito inherente a toda participación hipotecaria. (Vid. artículos 61.1 y 3, 62.3, 63.4, entre otros, del primitivo Reglamento).

Como corolario de lo anterior, el Banco de España no consideró en su normativa a las participaciones como auténticas transferencias de activos, (estando sometidas a coeficiente de caja y "consumiendo" el crédito, aún en la parte participada, recursos propios). Por su parte, la Administración Tributaria consideró a las participaciones hipotecarias como un pasivo bancario, sujeto al régimen fiscal ordinario, retención incluida. Todo esto provocó que no se hiciera ningún uso de esta institución.

Mediante el Real Decreto 1289/1991 se reformaron profundamente, como reiteradamente hemos dicho, diferentes aspectos de la normativa del mercado hipotecario. La reforma incidió especialmente en la configuración de las participaciones hipotecarias, resaltando su naturaleza de cesiones de crédito, volviéndose así al espíritu inicial de la Ley 1981.

Así, en el nº 3 del artículo 62 del antiguo Reglamento, se dejó meridianamente claro que la "porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la entidad emisora" si se cumplían los siguientes requisitos:

⁷ Los únicos cambios posteriores se han limitado a incorporar la terminología de la nueva Ley Concursal (Ley 22/2003).

- 1) Que la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato.
- 2) No debe existir pacto de recompra.
- 3) El emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar, directa o indirectamente el buen fin de la operación. Si cabe, en cambio, contratar con un tercero un seguro que cubre a favor del partícipe el pago de principal e intereses.
- 4) El emisor tampoco puede anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.

Es fácil admitir que si no se da alguno de esos requisitos, la entidad emisora de la participación, con mayor o menor intensidad según los casos, todavía retiene parte del riesgo que supone todo préstamo hipotecario. En concordancia con lo anterior, la normativa contable del Banco de España (norma XV, apartado 6, de la antigua Circular 4/91) consideró entonces las participaciones hipotecarias que cumplieren los citados requisitos como transferencias de activos, y al no “consumir” ya recursos propios, ni estar sujetas a coeficientes de caja, las participaciones hipotecarias volvían a tener interés para las entidades de crédito. En la práctica dichos requisitos se cumplen siempre, siendo de hecho características inherentes al concepto de participación hipotecaria.

Por otra parte, la reforma también incidió en otros artículos del Reglamento de 1982 que tenían un texto ambiguo, redactándolos de forma que pudiera entenderse que la participación hipotecaria conlleva una auténtica cesión de crédito. También se adaptó entonces el texto a las nuevas categorías de la LMV.

Con la reforma del Reglamento que tuvo lugar en 1991, no se eliminó la naturaleza compleja y contradictoria de las participaciones hipotecarias, ya que ésta arranca de la propia LMH, pero sí que se perfiló mejor el régimen jurídico de las mismas y, sobre todo, se aclaró la función económica que su emisión cumple para la entidad de crédito prestamista/cedente. Las participaciones hipotecarias han tenido una gran importancia al ser los activos que “nutren” a los Fondos de Titulización Hipotecaria.

2. Características

- 1) La participación hipotecaria se caracteriza por lo siguiente:
 - El plazo de la participación no podrá ser superior al que reste por transcurrir para el vencimiento del préstamo hipotecario (artículo 28.2 del Reglamento).
 - El interés tampoco puede ser superior al del préstamo (artículo 28.2, la posible diferencia puede servir para retribuir la gestión del mismo que el emisor-prestamista sigue teniendo confiada).
 - En la reforma de 1991 ya se derogó el número 4 del artículo 63 del Reglamento, que en su redacción originaria contemplaba, en ciertas circunstancias, la cesión de los créditos participados. El nuevo Reglamento, de forma coherente, no reintroduce esa posibilidad.
 - El partícipe tiene un papel importante en la ejecución hipotecaria del crédito fallido, como luego veremos con más detalle.
 - En caso de pago anticipado, forzosamente el emisor ha de abonar a los partícipes las cantidades percibidas (artículo 26.3). No cabe que anticipe fondos (artículo 28.4).
 - Si el emisor no paga la participación como consecuencia de la falta de pago del deudor hipotecario, el partícipe-cesionario no tiene ninguna acción contra el primero (artículo 30.2).
 - El emisor no puede responder del buen fin del préstamo participado (artículo 28.3).
- 2) Se trata de una cesión de préstamo hipotecario atípica, ya que su régimen legal difiere sustancialmente, en cuanto al fondo y en lo relativo a las formalidades, de lo contemplado en el

Derecho Común (1526 y siguientes del Código Civil, 347 y el 348 del Código de Comercio y el 149 de la Ley Hipotecaria).

El cedente-emisor, por ministerio de la ley, *“conserva 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”* (artículo 26.3) y al ser titular parcial del mismo tiene también asignadas importantes obligaciones en relación con la ejecución del crédito fallido (Vid. artículo 31 del Reglamento, donde también se configura el papel del cesionario-partícipe).

- 3) Por otra parte, la cesión de crédito se instrumenta formalmente mediante la emisión de valores negociables, que según la tónica general pueden representarse mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta. Tratándose de títulos, éstos siempre deben ser nominativos. Los requisitos de forma variarán según su circulación esté restringida a los inversores profesionales (en el sentido del artículo 78 bis de la LMV), o puedan ser suscritos o adquiridos por el público no especializado. Solo en este último caso la emisión de las participaciones hipotecarias debe documentarse en escritura pública, *“de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad al margen de la inscripción de hipoteca correspondiente”* (artículo 29.1 del Reglamento). En ningún supuesto es necesario notificar al deudor hipotecario la cesión del crédito, requisito que sería absurdo ya que aquel debe seguir haciendo los pagos al prestamista emisor.
- 4) Aunque toda participación hipotecaria, al constituir una parte de un concreto crédito hipotecario, constituye, en cierta forma, un título emitido singularmente, su emisión por parte de las entidades prestamistas operantes en el mercado hipotecario se suele hacer de forma agrupada, movilizándolo al mismo tiempo un gran número de préstamos, buscando la obtención de financiación, y esa unidad de propósito justifica el que las participaciones se hayan considerado como valores negociables agrupables en emisiones (el nuevo artículo 2 de la LMV -tras la reforma operada por la Ley 47/2007- considera expresamente valores negociables a todas las modalidades de títulos hipotecarios).
- 5) Las participaciones hipotecarias recaen sobre un solo crédito hipotecario, pudiendo participarse todo o parte de él. En general, respetando los límites normativos, en el negocio de emisión juega ampliamente la autonomía de la voluntad. En la práctica las participaciones lo han sido sobre la totalidad de cada préstamo hipotecario participado.
- 6) Cuando las participaciones emitidas se sujetan a las limitaciones recogidas en el artículo 27 número 3 del Reglamento (lo que ha ocurrido siempre), la cesión del crédito que conlleva toda participación hipotecaria se ve reforzada por el hecho de que los activos participados del emisor dejan de computarse como capitales de riesgo en su balance, con importantes efectos -como ya vimos- desde el punto de vista contable y de la normativa “prudencial” de las entidades de crédito (Vid. Norma XXIII, de la Circular 4 /2004 del Banco de España, Contable).

3. Transmisión

El artículo 32 del Reglamento establece el siguiente régimen:

1. 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.

Cuando la suscripción y tenencia de las participaciones no esté limitada a inversores profesionales, tal y como se definen en el artículo 78bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, ya dijimos que su transmisión debe formalizarse en escritura pública, de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad, al margen de la inscripción de la hipoteca correspondiente. El adquirente típico de las participaciones hipotecarias han sido los Fondos de Titulización Hipotecaria, claro ejemplo de inversor profesional. La eliminación de la necesaria sujeción al régimen “común” de todas las transmisiones de préstamos hipotecarios, fue uno de los principales logros de la reforma del RMH del año 1991.

2. El transmitente no responderá de la solvencia de la entidad emisora ni de la del deudor del préstamo o crédito participado, como tampoco de la suficiencia de la hipoteca que lo garantice.
3. La entidad emisora llevará un libro especial en el que anotará las participaciones emitidas sobre cada préstamo o crédito, así como las transferencias de las mismas que se le notifiquen.

En el propio libro anotará los cambios de domicilio que le hayan sido notificados por los titulares de las participaciones, junto a otros extremos que detalla el Reglamento.

4. 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.

4. Acciones a favor del partícipe

- a) **Incumplimiento imputable al emisor (el prestatario pagó).** En este caso el partícipe tiene acción ejecutiva contra el emisor por las cantidades adeudadas, "según el porcentaje de participación y lo establecido en la emisión".
- b) **Incumplimiento imputable al prestatario.** La regulación del párrafo 4 del artículo 15 de la LMH (desarrollado ampliamente por el artículo 31 del Reglamento), que a continuación transcribimos, evidencia la naturaleza mixta de la participación y la existencia de una auténtica titularidad compartida entre el partícipe y la entidad emisora sobre el préstamo participado. Así, *"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"*.

5. Extinción

Las participaciones hipotecarias se extinguen por su amortización (pago de todos los vencimientos, lo normal) o por la inutilización de las que "por cualquier causa obran en poder y posesión legítima de la entidad emisora" (artículo 33 del Reglamento).

6. Preferencia concursal

El último párrafo del artículo 15 de la Ley establece literalmente lo siguiente:

"En caso de concurso de la entidad emisora de la participación, el negocio de emisión de la participación sólo será impugnado en los términos del artículo 10, y, en consecuencia, el titular de aquella participación gozará de derecho absoluto de separación".

A su vez, el citado artículo 10 de la Ley prevé que:

"Las hipotecas inscritas a favor de las entidades a que se refiere el artículo 2 (entidades de crédito) sólo podrán ser rescindidas o impugnadas al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, por la administración concursal, que tendrá que demostrar la existencia de fraude en la constitución de gravamen. En todo caso quedarán a salvo los derechos del tercero de buena fe".

Como vimos, el último párrafo del artículo 15 se introduce por la Ley 19/1992 que reguló los FTH, y ambos artículos, el 10 y el 15, han sido modificados formalmente para adaptarlos a la terminología de la nueva Ley Concursal, que siempre reconoció su plena vigencia. El régimen jurídico-positivo de "bankruptcy remoteness" o de "inatacabilidad concursal" que a continuación brevemente glosamos, ha sido esencial para permitir el desarrollo en nuestro país de la titulización hipotecaria, primero, y de activos en general, en un segundo momento.

Las notas más destacables de esta regulación son las siguientes:

- a) Se trata de un régimen bastante "radical", que hay que valorar muy positivamente, ya que el establecer un adecuado mecanismo de "separación de riesgos" es la clave de todo proceso de titulización de activos.
- b) Es una previsión que beneficia a todo adquirente de participaciones hipotecarias y muy especialmente a los Fondos de Titulización Hipotecaria.
- c) La salvaguardia opera ante cualquier situación concursal, pero sólo ante ellas (i.e. no en supuestos de intervención/liquidación administrativa).
- d) El partícipe goza de un derecho absoluto de separación, sin que el negocio de emisión de la participación se vea afectado por las reglas normales sobre impugnación en caso de concurso (acciones rescisorias). La solución legal refuerza el carácter de la participación hipotecaria como auténtica cesión de crédito.
- e) La protección del partícipe sólo cesa cuando la participación hipotecaria se emite de forma fraudulenta, especialmente para burlar los derechos de los acreedores de la entidad, y el partícipe es cómplice del fraude. Sin embargo, aún en estos casos, los derechos de terceros deben quedar a salvo. Entendemos que los FTH y los adquirentes de los bonos de titulización serían claros ejemplos de terceros legalmente protegidos.

7. Los certificados de transmisión hipotecaria

Los certificados de transmisión hipotecaria (CTH) no son en puridad títulos del mercado hipotecario, pero debido a su gran similitud con las participaciones hipotecarias los tratamos en este capítulo dedicado a esta figura.

Los CTH son una consecuencia de la importancia adquirida por la titulización hipotecaria y las presiones de la industria para poder movilizar también por dicha vía préstamos hipotecarios que, por no cumplir los requisitos de la Sección II de la LMH, no podrían ser participados y así incorporarse a los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH).

Como luego se verá con más detenimiento, los FTH sólo pueden tener en su activo participaciones hipotecarias y estas, a su vez, sólo pueden referirse a los préstamos que reúnen **todos** los requisitos de la Sección II de la LMH (primera hipoteca, LTV alto...), los llamados "activos elegibles" según la terminología del artículo 3 del nuevo Reglamento.

La solución legal inicial tenía la ventaja de garantizar la alta calidad crediticia de los bonos de titulización hipotecaria (BTH en adelante) emitidos por los FTH, pero impedía titular un alto porcentaje de los préstamos hipotecarios otorgados por las entidades de crédito.

Hay que recordar que la cesión "normal" de los préstamos hipotecarios, siguiendo las previsiones de la Ley Hipotecaria (artículo 149) es muy costosa y compleja, al tener que escriturarse e inscribirse en el Registro de la Propiedad cada cesión de forma individualizada, y de ahí la gran utilidad de la participación hipotecaria.

Aunque el RD 926/1998, de 14 de mayo había creado ya los fondos de titulización activos (FTA en adelante, usando una habilitación contenida en la D.A. V de la Ley 3/1994 de 14 de abril, que sirvió

para transponer la II directiva bancaria, de la que luego hablaremos), y dicho Real Decreto no incluía ninguna limitación a la incorporación "directa" de cualquier préstamo hipotecario a este tipo de fondos, los costes formales de la cesión, a los que acabamos de referirnos, vedaban de hecho la titulación de los préstamos hipotecarios que no cumplieran los estrictos requisitos de la Sección II de la Ley.

Para solventar el problema, el artículo 18 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (la llamada Ley Financiera) incluyó la siguiente regulación, ampliando el objeto de la participación hipotecaria, pero procurando no desfigurar ésta institución.

«Las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulación de activos podrán corresponder a préstamos y créditos que no reúnan los requisitos establecidos en la Sección II de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario. Estas participaciones se emitirán y comercializarán con la denominación de "certificados de transmisión de hipoteca"».

Se trata de una hábil solución híbrida pues, por un lado las participaciones siguen quedando limitadas a los préstamos que cumplen los requisitos de la Sección II de la LMH -manteniendo su imagen de marca asociada a títulos muy seguros-, pero a su vez se crea una nueva figura, los CTH, que se benefician del mismo régimen que aquellas (y, en especial, de la "liberación de las ataduras registrales"). De esta forma se puede movilizar cualquier préstamo hipotecario, si bien incorporándolo no a los FTH (que siguen limitados a las participaciones hipotecarias), sino a los FTA, al igual que cualquier otro activo.

La D.F.I de la Ley 41/2007, sin alterar la sustancia de los CTH, ha mejorado técnicamente su regulación, al dar una nueva redacción al párrafo 3 del apartado 2 de la D.A.V. de la Ley 3/1994, con el siguiente tenor:

"Las entidades a que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981 de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, podrán hacer participar a terceros en todo o parte de uno o varios préstamos o créditos hipotecarios de su cartera, aunque estos préstamos o créditos no reúnan los requisitos establecidos en la Sección 2.ª de dicha Ley. Estos valores, denominados «certificados de transmisión de hipoteca» podrán emitirse para su colocación entre inversores cualificados, o para su agrupación en fondos de titulación de activos. A estos certificados les será de aplicación las normas que para las participaciones hipotecarias se establecen en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, salvo lo previsto en este apartado".

Llama la atención que habiéndose consagrado en la práctica la participación hipotecaria como una vía para movilizar el préstamo hipotecario en su totalidad, todavía en el año 2007 se siga hablando de la participación "de parte" de un préstamo (o incluso de varios préstamos, algo que nunca tuvo desarrollo reglamentario).

El nuevo Reglamento de la Ley de Mercado Hipotecario, de forma coherente con la no consideración de los CTH como auténticos títulos del mercado hipotecario, regula los CTH en su D.A.I y no en el Capítulo III dedicado a aquéllos títulos, sujetándoles a los siguientes requisitos y limitaciones:

1. Se permite expresamente a las sucursales de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea el emitir CTH, siempre que los inmuebles estén en España. Se trata de algo obvio, pues toda entidad que opera en España puede realizar las mismas actividades, pero por la misma razón es criticable la exclusión de las no comunitarias.
2. Los certificados podrán emitirse exclusivamente para su colocación entre inversores profesionales, tal y como se definen el artículo 78bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, o para su agrupación en FTA.
3. No podrá hacerse participar a terceros mediante CTH de los préstamos y créditos hipotecarios que resulten elegibles de acuerdo con el artículo 3 del Reglamento.
4. Tampoco podrá hacerse participar a terceros mediante CTH de los préstamos y créditos hipotecarios garantizados por inmuebles situados en otros países de la Unión Europea (a diferencia con lo que ocurre con las participaciones hipotecarias).
5. No cabe hacerse participar a terceros mediante CTH de los préstamos y créditos hipotecarios que respaldan emisiones de bonos o los ya participados, los instrumentados mediante títulos y cualquier otro que no sea plenamente disponible.

6. En ningún caso podrá resultar perjudicado el deudor hipotecario por la emisión de CTH, nota común como sabemos a todos los títulos del mercado hipotecario.
7. A los CTH les serán de aplicación las normas que para las participaciones se establecen en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, y en Reglamento de desarrollo, salvo lo previsto en la disposición adicional cuyo contenido acabamos de exponer.

10 | Titulización hipotecaria

1. Introducción

Un análisis de los títulos del mercado hipotecario quedaría incompleto sin examinar los bonos emitidos por los fondos de titulización que integran en su balance -de forma exclusiva o compartida- préstamos hipotecarios.

En nuestro país existen dos tipos de fondos de titulización, sujetos a regímenes legales distintos. Así, ciñéndonos al mundo de los préstamos hipotecarios se debe efectuar la siguiente distinción:

- a) Préstamos hipotecarios que cumplen los requisitos de la Sección II de la LMH, que son objeto de las participaciones hipotecarias y constituyen el activo del balance de los FTH. Los FTH aparecen regulados por la Ley 19/1992 de 7 de julio, sobre Régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización.
- b) Préstamos hipotecarios que por no cumplir los requisitos de la Sección II de la LMH, no pueden ser objeto de movilización a través de las participaciones hipotecarias y para ello hay que recurrir a los CTH. Estos préstamos⁸ forzosamente tienen que incorporarse no a un FTH (aunque sean préstamos genuinamente hipotecarios) sino a un FTA. Los FTA están regulados por el RD 926/1998 de 14 de mayo, referido específicamente a estos fondos y a sus sociedades gestoras.

En este capítulo haremos una breve descripción del régimen español de la titulización hipotecaria, con especial atención a las diferencias (y similitudes) entre los bonos de titulización y los CB.

2. Concepto general de titulización y diferencias con los covered bonds.

No es nada fácil dar un concepto general de titulización⁹ que cubra todas las manifestaciones del fenómeno, pues incluso alguna de las notas que tradicionalmente se consideraban más características hoy no se ven como esenciales.

La titulización es fundamentalmente un proceso de transformación de activos, mediante el cual los que figuran en el balance de una entidad generan títulos homogéneos, que incorporan un derecho de crédito respaldado exclusivamente por los activos transformados. Como dice la Exposición de Motivos de la Ley 19/1992, la titulización transforma los activos subyacentes *“en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados”*.

Es esencial a la figura el que la emisión se haga sin recurso y así el inversor en los bonos de titulización debe contar sólo con la calidad intrínseca de dichos bonos (y por tanto también la de los activos que los respaldan) a la hora de valorar la solvencia/seguridad de su inversión. Esta característica diferencia claramente a los bonos de titulización de los CB.

La titulización tradicionalmente también ha sido considerada como un mecanismo para sacar de balance los activos titulizados. Esto se conseguía mediante la creación de un patrimonio separado (*“special purpose vehicle”* o SPV) al que se cedían los activos y que a su vez emitía los bonos de titulización. El vehículo no se veía afectado por el riesgo de insolvencia de la entidad que titulizaba (*“bankruptcy proof”*, *“bankruptcy remoteness”*) y tampoco consolidaba con la misma. Esta doble característica provocaba el que fueran sobre todo las entidades de crédito las que titulizaran sus carteras, como vía para mejorar sus ratios de solvencia.

⁸ Los préstamos hipotecarios que no pudieran movilizarse vía CTH, por ni siquiera cumplir los requisitos de la DA I del nuevo RMH, también se podrían incorporar a los FTA, pero sin ninguna singularidad en cuanto su cesión y por tanto con plena sujeción a la Ley Hipotecaria.

⁹ Incluso, en un sentido muy amplio, cualquier emisión de valores podría considerarse como titulización, sin embargo esta acepción la descartamos para nuestro estudio.

La referida característica también constituía un elemento diferenciador frente a los CB que, como sabemos, no implican una cesión ni económica ni jurídica de los activos de cobertura. No obstante, esta nota ya no es esencial a todo proceso de titulización. Así, en España, la normativa contable y sobre solvencia de las entidades de crédito (circulares del Banco de España 4/2004 y 3/2008) exige hoy requisitos muy estrictos para que los activos titulizados dejen de contabilizarse como riesgo de la entidad cedente y ya no consuman recursos propios.

También se consideraba tradicionalmente como un rasgo esencial de la titulización el constituir una vía ("nueva") de obtener financiación por parte de las empresas. Aunque ello sigue siendo así para la titulización tradicional, no lo es en cambio para la llamada titulización sintética,¹⁰ mediante la utilización de derivados, concebida exclusivamente como un recurso para mejorar los ratios de solvencia de la entidad que titula (aquí siempre una entidad financiera).

La titulización tradicional y los CB coinciden en ser fórmulas alternativas para obtener financiación. En España, en los últimos años, las entidades de crédito han titulado más que nunca, y ello aunque la normativa contable y sobre solvencia, así como la actuación del propio Banco de España venían limitando mucho la posibilidad de dar de baja los activos titulizados. La razón de este auge se debe en gran parte a la admisión por el Banco Central Europeo de los bonos de titulización como colaterales aptos para otorgar financiación¹¹.

Por otra parte, es muy frecuente (en España no conocemos de ninguna excepción) el que las emisiones de titulización recurran a un sinfín de mecanismos de transformación de flujos y mejora crediticia ("credit enhancement"), tales como "swaps", tramos subordinados, seguros etc. Se trata de una nota que en el pasado servía para diferenciar los bonos de titulización de los CB, pero que sin embargo hoy ha perdido importancia como elemento diferencial, al encontrarnos emisiones de cédulas hipotecarias cada vez más sofisticada, y al haber introducido explícitamente –como vimos- la Ley 46/2007 previsiones normativas respecto a la utilización de "swaps" en las emisiones de los títulos del mercado hipotecario. No obstante, las posibilidades de "credit enhancement" siguen siendo claramente mayores en las titulizaciones.

Además, se mantiene como rasgo distintivo el muy diferente régimen jurídico aplicable, en cuanto acreedores, a los cedulistas: igualdad de trato o "pasi passu",¹² respecto a los inversores en bonos de titulización: discriminación según el rango de la serie, en unas emisiones normalmente estructuradas de forma muy compleja.

Los bonos de titulización tienen otra característica importante que les diferencia de las cédulas, pero que en cambio también se da en la otra modalidad española de CB que son los bonos hipotecarios. En efecto, en los fondos de titulización hay una clara identificación de los activos de cobertura, que permanecen de forma estática. En cambio, en las cédulas, la cobertura de la emisión está compuesta por la cartera global de préstamos hipotecarios en permanente evolución. La existencia de FTA de carácter abierto por el activo no enerva esta nota diferenciadora, pues la incorporación de nuevos activos se hace de forma discreta, en momentos determinados y con perfecta identificación y, por tanto, en cualquier instante el activo del fondo está claramente determinado.

El elemento que hoy sigue diferenciando más claramente los bonos de titulización de los CB consiste en que los primeros excluyen cualquier responsabilidad de la entidad que titula, mientras que cédulas y bonos son emisiones con recurso, donde el emisor responde con todo su patrimonio cuando la cobertura específica es insuficiente. No obstante, aunque en términos jurídicos lo anterior sigue siendo cierto, existen una serie de factores, al menos en nuestro país, que implican que la entidad que titula no queda del todo desligada del riesgo de los títulos emitidos:

- 1) En primer lugar, al menos para los préstamos hipotecarios (movilizados como vimos por medio de una participación hipotecaria o de un CTH), la normativa impone que la administración (el "servicing") la retenga el originador.
- 2) Es muy normal que las series más subordinadas se las quede el emisor, respondiendo éste de forma indirecta y al menos parcialmente de la emisión. No obstante, si los bonos senior finalmente también dejaran de pagarse, es claro que el inversor no tiene recurso frente al originador.

¹⁰ Introducida en España por el artículo 97 de la Ley 62/2003 de 30 de diciembre, pero no utilizada por el momento.

¹¹ En España, más recientemente, el RD Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo de Adquisición de Activos Financieros, reconoce expresamente los bonos de titulización como activos aptos si cumplen ciertos requisitos.

¹² Artículo 14 párrafo último de la LMH, no hay preferencia-como atrás vimos- en función de la antigüedad de la emisión. Los bonistas sí tienen preferencia frente a los cedulistas sobre los activos afectos.

- 3) Los fondos de titulización están claramente vinculados a una entidad concreta (o a varias **claramente acotadas** en los fondos multicedente), quien sufriría un claro daño reputacional si los tramos más senior de una emisión por ella promovida dejaran de pagarse. Este factor, junto a los anteriores, hacen que la entidad originadora siga siendo prudente al otorgar los préstamos, mantenga iguales estándares de buena administración de los mismos que antes de su titulización y, probablemente, en caso de impago no se desentienda totalmente de la situación de los bonistas (por más que legalmente no tenga ninguna obligación expresa al respecto).

Los anteriores factores a su vez explican porque tanto la normativa, como la actuación del Banco de España, han limitado mucho las posibilidades de dar de baja en balance (y que no computen como riesgos) los préstamos titulizados. Estos mismos elementos, junto a otros, entre los que destaca la calidad intrínseca de los préstamos hipotecarios, especialmente los movilizados vía participaciones hipotecarias, hacen difícil que en España se puedan producir fenómenos como los producidos en USA a raíz de la titulización de las llamadas hipotecas "subprime" y ha dado lugar a que se hable de un modelo español de titulización, caracterizado por "originar para mantener" frente al opuesto de "originar para distribuir" que han adoptado otras entidades de crédito (Vid. J.M. Roldán "El papel del modelo originar para distribuir en la crisis financiera de 2007").

No queremos concluir este capítulo sin mencionar otros fenómenos dónde se cruzan las categorías de los CB y la titulización.

En primer lugar, hay que destacar la importancia que han tenido las titulizaciones de cédulas hipotecarias singulares multicedente, que sirven para aunar las ventajas de las dos instituciones. Mediante este recurso, la cédula mantiene todo su atractivo, pero se consigue –merced a la titulización- emisiones de mucho mayor tamaño y consecuente liquidez (a modo de las emisiones "jumbo" de las cédulas alemanas) y una mayor diversificación del riesgo de crédito.

A otro nivel, hay que recordar que en nuestro sistema legal la titulización hipotecaria pasa, no por movilizar directamente los préstamos hipotecarios (por las dificultades formales de su cesión), sino por la emisión de participaciones hipotecarias y CTH, que aunque no son CB si son títulos del mercado hipotecario.

3. Derecho comparado

Simplificando mucho podemos identificar dos modelos:

A) **Modelo anglosajón.**

No existe una regulación ad hoc de la titulización. La creación de un "special purpose vehicle" y la incorporación de los distintos mecanismos de "credit enhancement" se hace por vía contractual, utilizando las categorías del "Common Law" (y muy especialmente el derecho de los "trust" o fideicomisos).

Si que suele haber una regulación de los temas contables (consolidación o no del SPV), régimen de recursos propios, y aptitud de los bonos para las carteras de los inversores institucionales.

B) **Modelo europeo continental.**

Existe una regulación sustantiva específica de la titulización (con la importante excepción de Alemania).

La regulación suele contemplar dos tipos de figuras, sociedades o fondos sin personalidad jurídica, a modo de SPV. Se regulan también las sociedades gestoras de los fondos y es frecuente encontrar la figura del depositario, con funciones de custodia de los activos del fondo y de vigilancia y control.

En la mayoría de los países (no en España), la regulación aprobada tiene un claro entronque con la normativa de instituciones de inversión colectiva, configurándose los fondos de titulización como fondos de inversión colectiva en créditos.

4. El modelo español

4.1. Introducción.

Dado el enfoque de este trabajo, aquí nos referimos fundamentalmente a las características jurídico-institucionales de los fondos españoles de titulización. Dichas características, junto con la normativa y práctica supervisora del Banco de España, han propiciado una utilización prudente de la titulización. Frente a un modelo de originar para distribuir, propio de la titulización hipotecaria americana, en España -como hemos dicho- las entidades de crédito nunca han concebido la titulización como una vía para desligarse de su clientela.

Una vez centrado el objeto de nuestro trabajo, hay que recordar que los préstamos hipotecarios españoles, según estén sujetos o no a los requisitos de la Sección II de la LMH, pueden titulizarse a través de los FTH o de los FTA.

Las participaciones hipotecarias y los CTH son figuras prácticamente idénticas, no puede decirse en cambio lo mismo respecto a los FTH y los FTA, ya que estos últimos gozan de un régimen más abierto y flexible.

Nosotros vamos a referirnos en primer lugar al régimen de los FTH y en un segundo momento hablaremos de las innovaciones que incorporan los FTA¹³.

El que el legislador iniciara la regulación de la titulización con los préstamos hipotecarios obedece a una doble razón:

- a) Motivos de política económica y, en particular de política de vivienda, explicitados en la propia Exposición de Motivos de la Ley del 92¹⁴. El impulso del mercado hipotecario y, en especial, el abaratamiento y flexibilización de los préstamos, requería nuevas vías de financiación, siendo la captación de depósitos claramente insuficiente. La regulación de los FTH es una medida corolario de las ya adoptadas en 1981 en la propia LMH: regulación completa de las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, precisamente estas últimas -como ya vimos- fueron objeto de una importante reforma en 1991 para facilitar la introducción de la titulización.
- b) Las condiciones financieras y jurídicas de los préstamos hipotecarios los hacían especialmente aptos para su titulización: larga duración, predecibilidad de los flujos, regulación jurídica muy estricta....

4.2. Elementos integrantes del modelo

1. El modelo español de titulización, desde la óptica jurídico-institucional aquí adoptada, se corresponde con el que hemos llamado europeo continental, pues la titulización se desenvuelve en el marco de una legislación específica.
2. El marco legal es bastante completo, y aún una regulación especialmente garantista con el otorgamiento a los sujetos intervinientes de una amplia discrecionalidad a la hora de diseñar las emisiones. El modelo se basa en dos instituciones básicas, un fondo de titulización (auténtico SPV), carente de personalidad jurídica, y una sociedad gestora que lo administra.
3. El legislador, no obstante haber acuñado la expresión "fondo" de titulización, no integra -deliberadamente- esta figura en la legislación de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC en adelante). Estamos en presencia fundamentalmente de emisiones de valores, sí bien de una naturaleza especialmente compleja. Como dice el artículo 5.3 de la Ley 19/1992: "La constitución de los Fondos deberá ser objeto de verificación y registro por la CNMV en los términos previstos en la Ley 24/1988, para la **emisión de valores**, con las adaptaciones que reglamentariamente pueden establecerse".

¹³ Aunque la regulación de los FTA es más extensa, al regularse posibilidades antes inexistentes, la regulación de los FTH opera como derecho supletorio, cosa lógica pues la construcción de los primeros descansa en el armazón de estos últimos.

¹⁴ Que no olvidemos también regulaba los Fondos de Inversión Inmobiliaria, con los cuales se quería fomentar el alquiler de viviendas.

4. En el modelo español es esencial la existencia de una sociedad gestora, separada de la entidad cedente, y especializada en la constitución/administración de los fondos. Se trata de gestoras con objeto social exclusivo, distintas a las gestoras de IIC. La tendencia legislativa de ampliar el objeto de éstas últimas no ha alcanzado a los fondos de titulización.

La existencia de esta sociedad gestora de los FTH es uno de los elementos que más ha contribuido a reforzar la seguridad/fiabilidad de la titulización hipotecaria en España, pues la Ley le atribuye un claro y relevante papel fiduciario. En efecto, estas gestoras:

- son administradoras y representantes legales de los fondos.
- además, son consideradas “gestoras de negocios ajenos” y, en consecuencia, les corresponde “la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo”.

Ahora bien, los bonistas no tendrán acción contra la gestora “sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución “. Es claro, por tanto, que la gestora no responde de las contingencias de las participaciones hipotecarias.

Las gestoras son entidades reguladas, autorizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, a quien corresponde su registro, supervisión y sanción.

En el Capítulo II del RD 926/1998 se contiene una regulación bastante completa de estas sociedades¹⁵.

5. Los FTH constituyen patrimonios separados y cerrados. El carácter de “patrimonio separado” es esencial para conseguir el fenómeno de “risk isolation” inherente a todo proceso de titulización, reforzado aquí por la inatacabilidad del negocio de emisión de la participación hipotecaria recogida en el artículo 15 de la LMH, a la que ya nos referimos. Como patrimonio sin personalidad jurídica, el fondo es un puro vehículo instrumental y, en consecuencia, “los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el mismo, 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 propio fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la sociedad gestora, sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución” (Artículo 5.8 párrafo 2).

El carácter cerrado del FTH es un reflejo de la prudencia que inspiró la actuación del legislador en una primera fase. No obstante, expresamente se prevé la posibilidad de incorporación de nuevas participaciones en caso de amortización anticipada de las inicialmente integradas y además siempre existe la facultad de la gestora, en base a las reglas generales del Dº Civil, de instar la sustitución de las participaciones hipotecarias que no se ajustan a los requisitos establecidos (legal o contractualmente).

6. Especial importancia tiene la escritura de constitución, cuyo contenido según el artículo 5.2 de la Ley es el siguiente:

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

2º 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.

3º Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose, en particular, las operaciones de “credit enhancement” que vayan a concertarse por su cuenta.

Otorgada la escritura de constitución, ésta no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan. El citado desarrollo no se ha producido y la práctica ha demostrado que la redacción era demasiado rígida, siendo claramente necesaria una respuesta normativa.

¹⁵ Todas las gestoras iniciales se acogieron al régimen del Real Decreto al desear gestionar también FTA (Disposición Transitoria Única).

Los fondos no deben inscribirse en el registro mercantil y expresamente se excluye la aplicación de la Ley 211/64 de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas.

7. Los FTH deben tener un valor patrimonial neto nulo y "los flujos de principal e interés 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".
8. El carácter flexible de la regulación se manifiesta no sólo en la inexistencia de límites a la hora de estructurar las emisiones, sino también de forma positiva al prever expresamente el artículo 5.6. p.1 que "los fondos podrán diferir en cuanto al 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".
9. La regulación es así mismo "liberal", al permitir la utilización ilimitada de mecanismos de "credit enhancement", siempre que se reflejen en la escritura de constitución. Según el artículo 5.7, "en la 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 u otras operaciones financieras cuya finalidad sea 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".
10. Además, se prevén tres requisitos encaminados a incrementar la seguridad jurídica de los BTH, sin perjuicio que sean muy convenientes desde la pura perspectiva financiera:
 - los valores deben representarse mediante anotaciones en cuenta
 - el "rating" de los fondos es obligatorio
 - los valores deben negociarse en un mercado oficial
11. No existe una regulación completa de la extinción de los fondos, previéndose que esta forzosamente tendrá lugar al amortizarse las participaciones que agrupe. También se prevé que las escrituras puedan contemplar la liquidación anticipada, si las participaciones hipotecarias pendientes de amortización están por debajo del 10% del saldo inicial.
12. Los Fondos de Titulización están sujetos al tipo general en el Impuesto de Sociedades, previéndose además la no retención de los ingresos que percibe el fondo. Hubiera sido quizás más correcto declararlos expresamente no sujetos o aplicarles un tipo mínimo como a las IIC.
13. La Ley 19/1992 contenía además gran número de habilitaciones reglamentarias, reflejo otra vez del espíritu prudente del legislador, que permitiesen "en su caso" introducir nuevas limitaciones o desarrollar más pormenorizadamente ciertos aspectos. Hasta la fecha no se han utilizado esta habilitaciones.

5. La ampliación del modelo. La regulación de los FTA

El Real Decreto 926/1998 reguló los FTA. Se trata de una regulación más amplia y abierta que la propia de los FTH que acabamos de ver, pero que parte de los elementos claves de ésta.

Los términos de la habilitación contenida en la DAV de la Ley 3/1994, de 14 de abril, que sirvió para dictar luego el RD 926/ 1998 son claros al respecto:

“El Gobierno, previo informe de la CNMV y del Banco de España, podrá extender el régimen previsto para la titulación 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 Inmobiliaria y sobre los Fondos de Titulación Hipotecaria, con las adaptaciones y cambios que resulten precisos, a la titulación de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de «leasing», y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

Los fondos que se autoricen al amparo de la normativa que se dicte se denominarán Fondos de Titulación de Activos (FTA).

A los FTA les serán de aplicación, en relación con los préstamos y demás derechos de crédito que adquieran, el régimen que en favor de los titulares de las participaciones hipotecarias se contempla en el párrafo final del artículo 15 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.”

Por otra parte, el artículo 1.2 del RD 926/1998 establece:

“En lo no contemplado en el presente Real Decreto, a los FTA se les aplicaran las reglas contenidas para los fondos de titulación hipotecaria en la Ley 19/1992, de 7 de julio sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulación Hipotecaria, en tanto resulten de aplicación, atendiendo a su naturaleza específica.”

Podemos por tanto hablar de los FTA como de un perfeccionamiento o desarrollo de los FTH que sirve para la titulación de todo tipo de activos. No obstante, y aunque creemos que “a estas alturas” esto sea claramente criticable, se sigue manteniendo íntegra la regulación en paralelo de los FTH, único vehículo apto para titular las participaciones hipotecarias. Sería muy conveniente aprobar una regulación única para todas las titulaciones, que manteniendo la esencia del modelo actual, sirviera a su vez para actualizar y mejorar alguna de sus previsiones.

Como ya se expuso, los préstamos hipotecarios (únicos que interesan a los efectos de este trabajo) se pueden titular a través de dos modalidades de fondos sujetas a regímenes diferentes. Los préstamos hipotecarios de la Sección II de la LMH son objeto de las participaciones hipotecarias, que se incorporan a los FTH. Los demás préstamos hipotecarios, vía los CTH, se incorporan a los FTA.

La regulación de los FTA, contenida en el RD 926/1998, respetando la esencia del modelo de los FTH, contiene sin embargo algunas importantes innovaciones¹⁶, entre las que puede destacarse:

- La posibilidad de titular derechos de crédito futuros, que luego concretó y desarrolló la Orden EHA 3536/2005 de 10 de noviembre. Es dudoso el que alguna modalidad de préstamo hipotecario pudiera aprovechar esta innovación. En todo caso los activos deben ser homogéneos.
- Se contemplan los fondos abiertos, es decir aquellos cuyo activo, pasivo o ambos pueden modificarse tras la constitución del fondo. Se trata de una categoría claramente utilizable por los préstamos hipotecarios, aunque estos normalmente se han titulado mediante fondos cerrados.
- Se exige que el cedente tenga las cuentas de los tres últimos ejercicios auditadas (con opinión favorable respecto al último) y que tenga depositadas sus cuentas en la CNMV.
- La cesión (inicial, o posterior en el caso de fondos abiertos) ya no requiere formalizarse en escritura pública y se regula con más detalle el proceso de verificación de la constitución de los fondos por la CNMV.

¹⁶ A parte de una regulación mucho más completa de las sociedades gestoras, incluida en su Capítulo II. Como ya dijimos todas las gestoras se han acogido a este régimen.

- Se flexibiliza el requisito de la auditoría de los activos cedidos, que puede ser sustituida por los informes elaborados por las propias gestoras u otros expertos independientes con aptitud suficiente, pudiendo incluso la CNMV dispensar el requisito. Por otra parte, se regula mínimamente el contenido de estos informes.
- Se regulan las peculiaridades "administrativas" de los fondos abiertos: control de la CNMV sobre las nuevas incorporaciones de activos, representación en anotaciones en cuenta de las nuevas emisiones...
- Se establecen modulaciones del régimen general para facilitar las emisiones dirigidas a inversores institucionales y sin posibilidad de negociación de los bonos en un mercado organizado.
- Se regulan las causas de extinción de los fondos, no así las posibles modificaciones de la escritura.
- Se regula también el *reporting* periódico a la CNMV¹⁷.

¹⁷ La Circular de la CNMV 2/2009, de 25 de marzo, contiene reglas contables y sobre información periódica aplicables a todos los fondos.

11 | Conclusiones y recomendaciones

1. La regulación del mercado hipotecario español es globalmente correcta. Los títulos del mercado hipotecario, incluidos los bonos de titulización, han constituido una importantísima fuente de refinanciación de los préstamos y créditos al sector inmobiliario y ello hubiera sido impensable sin una legislación adecuada.
2. La reforma que en la LMH de 1981 operó la Ley 41/2007 y, a otro nivel, el nuevo Reglamento, han servido para eliminar alguna de las deficiencias de las que adolecía la legislación, mereciendo un claro juicio positivo.
3. Constituye todavía una incógnita si, una vez eliminadas las formalidades registrales que habían impedido la utilización de los bonos hipotecarios, estos van a ser realmente empleados por las entidades financieras como alternativa a las cédulas hipotecarias y a los bonos de titulización.
4. La preferencia/garantía que la legislación otorga a cedulistas y bonistas, caracterizada como una hipoteca sobre hipotecas, no está suficientemente definida, siendo deseable una regulación más completa de la misma.
5. Con los últimos cambios legislativos y, en especial, con la nueva Ley Concursal, quedan más claras las consecuencias que derivarían de las situaciones concursales de las entidades emisoras de bonos/cédulas. Afortunadamente todavía no ha habido ocasión de ver en la práctica como funcionan las previsiones normativas.
6. Deberían preverse soluciones legislativas ingeniosas que facilitaran -en caso de concurso- el traspaso en bloque a otra entidad de los activos hipotecarios, subrogándose ésta en la posición deudora frente a cedulistas y bonistas.
7. Cualquier hipotética reforma futura en profundidad del marco legal de los títulos hipotecarios, debería al menos valorar la posible introducción -propia del modelo francés- de un vehículo especial (si consolidable) para realizar las emisiones. Esta solución es la que mejor garantiza la posición de los adquirentes de títulos hipotecarios en casos de insolvencia.
8. En toda estructura de "covered bonds" es esencial garantizar la solidez y suficiencia de los activos de cobertura. Aunque la legislación española da una respuesta satisfactoria al tema, siendo la última medida adoptada -la llevanza de un registro contable especial por las entidades emisoras- muy positiva, no se debería descartar de *lege ferenda* la introducción de algún tipo de controlador independiente similar al "monitor de la cobertura" del modelo alemán.
9. La muy positiva innovación del nuevo Reglamento consistente en poder elevar el LTV de los préstamos elegibles recurriendo a un seguro/aval complementario, se ve enturbiada con la prohibición sin matices de cualquier forma de repercusión al deudor final del correspondiente coste.
10. La participación hipotecaria, a pesar de su ambigüedad y lo prolijo de su regulación, ha constituido una institución de enorme importancia, sin la cual la titulización no hubiera sido posible. No obstante, en nuestra opinión, ha llegado el momento de regular un mecanismo de cesión directa de los préstamos hipotecarios, con mínimas formalidades y costes. Este nuevo "circuito especial" de transmisión de los préstamos hipotecarios sería sólo para las entidades financieras, incluidos obviamente los fondos de titulización.
11. La reforma más necesaria en el campo de la titulización consistiría en unificar el marco legal de la titulización hipotecaria y la no hipotecaria, previéndose un único tipo de fondo de titulización, y proceder a su actualización. A otro nivel, se deberían regular los casos, más o menos excepcionales, en los que cabría modificar la escritura de constitución¹⁸ de los fondos y se les debería declarar fiscalmente neutros.

¹⁸ Durante la fase de edición de este trabajo, la Ley 5/2009, de 29 de junio, en su DF IV ha resuelto este problema, incluyendo una serie de supuestos en los que cabe modificar la escritura de constitución del fondo.

Bibliografía

- Almoguera Gómez, Angel. "La titulación crediticia" (Un estudio interdisciplinar). Civitas 1995.
- Arranz Pumar, Gregorio. "Los Fondos de Titulización Hipotecaria y sus Sociedades Gestoras". Derecho del Mercado Financiero. Civitas 1995.
- Arranz Pumar, Gregorio. "El modelo español de titulación. Una aproximación jurídica institucional". CNMV Boletín 1º Trimestre de 2009.
- Freixas, Angel. "El Mercado Hipotecario Español. Situación actual y proyectos de reforma". FEDEA 1991.
- Madrid Parra, Agustín. "Reforma del Mercado Hipotecario tras una década" Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 49, 1993.
- Madrid Parra, Agustín. "El Mercado Hipotecario (EEUU-España)". Banco Hipotecario de España 1988.
- Ortiz Vallejo, Antonio. "Garantías de los Títulos de Mercado Hipotecario". Cuadernos Civitas 1993.
- Pantaleón , Fernando. "Cesión de créditos". Anuario de Derecho Civil .Oct-Dic1988.
- Roldán Alegre, José María. "El papel del modelo originar para distribuir en la crisis financiera de 2007". Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España. Nov 2008.
- Sancho Mendizabal, Luis. "La movilización de los créditos. Aspectos jurídicos". Información Comercial Española. Abril 1979.

C/Serrano Anguita, 8, 9 y 13 • 28004 MADRID
Telf.: 902 21 00 91 • Telf.: 91 448 08 92 • www.cunef.edu