

Documentos de trabajo

Nº 2 año 2009

**EL MERCADO HIPOTECARIO ESPAÑOL
MARCO JURÍDICO**

Ubaldo Nieto Carol

Ubaldo Nieto Carol

Nacido en Madrid en 1962. Ex-alumno del CUNEF. En 1985 obtiene los títulos de Licenciado en Derecho, Actuario de Seguros y Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales con Premio Extraordinario y Premio Nacional de Terminación de Estudios. En 1992 obtiene el grado de DOCTOR en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid con la calificación de sobresaliente cum laude.

En 1989 ingresa por oposición en el Cuerpo de Corredores de Comercio Colegiados y desde 1993 hasta el 2000 fue Director del Servicio de Estudios de su Consejo General.

Hasta el año 2000 ha sido Profesor de Derecho Bancario y del Mercado de Valores del C.U.N.E.F. donde hoy imparte la asignatura de "Contratación Bancaria" en el Master en Finanzas. Ha sido también Profesor de la Escuela de Práctica Jurídica de la Universidad de Castilla-La Mancha, y ha dirigido e impartido distintos Cursos destinados a Jueces y Magistrados bajo el patrocinio del Consejo General del Poder Judicial.

Autor de varios libros y de numerosos trabajos especialmente en temas de Mercado de Valores, Derecho Bancario y Derecho de Sociedades, uno de los cuales ("La liquidez en los contratos bancarios") fue galardonado en 1992 con el Premio Nacional de la revista jurídica La Ley al mejor artículo doctrinal.

Notario de Valencia desde el año 2000.

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.	Mercado hipotecario español. Consideraciones previas.....	3
1.	Concepto de Mercado hipotecario	3
2.	El derecho real de hipoteca. Extensión	3
3.	Antecedentes normativos y regulación del mercado hipotecario en España	5
02.	Mercados Hipotecarios en el Derecho comparado	7
1.	El Derecho alemán	7
2.	El Derecho francés.....	9
3.	El Derecho británico	10
4.	Posible integración de los mercados hipotecarios europeos	13
5.	Régimen en los Estados Unidos de América.....	14
03.	Entidades que participan en el Mercado Hipotecario español.....	19
1.	Entidades emisoras.....	19
2.	Entidades y servicios de tasación	20
04.	Operaciones activas que sirven de cobertura para la emisión de valores hipotecarios..	22
1.	Finalidad	22
2.	Requisitos y límites de los créditos hipotecarios	23
2.1.	Créditos garantizados con hipoteca ordinaria o de máximo.....	23
2.2.	Hipoteca con rango de primera sobre el pleno dominio	24
2.3.	Límites cuantitativos del crédito	25
3.	Bienes objeto de garantía hipotecaria. Titularidad.....	26
4.	Tasación previa de los bienes	27
5.	Aseguramiento de los bienes objeto de garantía hipotecaria	28
6.	Garantía de recuperación de los créditos hipotecarios.....	29
7.	La garantía hipotecaria en caso de concurso del hipotecante	30
05.	Operaciones pasivas. Valores hipotecarios	31
1.	Cédulas hipotecarias.....	31
1.1.	Límites de emisión	32
1.2.	Datos que deben recoger las cédulas hipotecarias	33
1.3.	Condiciones de emisión de las cédulas hipotecarias.....	33
2.	Bonos hipotecarios	34
2.1.	Límites de emisión	35
2.2.	Datos que deben recoger los bonos hipotecarios	36
2.3.	Condiciones de emisión de los bonos hipotecarios.....	36
2.4.	Sindicato de Tenedores de Bonos.....	37
2.5.	Extinción de la afectación de los créditos hipotecarios.....	37

3.	Normas comunes a cédulas y bonos hipotecarios	38
3.1.	Registro contable especial.....	38
3.2.	Restablecimiento de los límites de emisión.....	39
3.3.	Derivados vinculados a la emisión	40
4.	Garantías de recuperación de las cédulas y bonos hipotecarios	41
4.1.	Situación concursal del emisor	42
5.	Participaciones hipotecarias	44
5.1.	Emisión.....	44
5.2.	Prohibiciones	44
5.3.	Menciones mínimas del título o escritura	45
5.4.	Transmisión de las participaciones hipotecarias.....	45
5.5.	Extinción de las participaciones hipotecarias	46
5.6.	Garantías de las participaciones hipotecarias	46
5.7.	Situación concursal de la entidad emisora	47
6.	Certificados de Transmisión de Hipoteca (CTH).....	48
06.	Cesión masiva de préstamos hipotecarios. Titulización hipotecaria.....	50
1.	Créditos hipotecarios susceptibles de ser titulizados. Participaciones hipotecarias	52
2.	El Fondo de Titulización Hipotecaria (FTH)	53
2.1.	Constitución y naturaleza jurídica	53
2.2.	Funcionamiento	55
2.3.	Extinción.....	56
3.	Sociedad gestora de los FTH	56
3.1.	Objeto exclusivo	56
3.2.	Autorización y registro	57
3.3.	Funcionamiento	57
3.4.	Renuncia y sustitución.....	58
4.	Valores emitidos por los FTH. Los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH)	59
5.	Cesión de créditos hipotecarios a través de los Fondos de Titulización de Activos (FTA)	60
07.	Conclusiones.....	62
1.	Respecto a los préstamos y créditos hipotecarios que sirven de cobertura para la emisión de valores hipotecarios.....	62
2.	Respecto a los valores hipotecarios.....	63
3.	Respecto a la titulización hipotecaria.....	64
4.	Mercado hipotecario español	65
B	ibliografía	67

01 | Mercado Hipotecario Español. Consideraciones Previas.

1. Concepto de Mercado hipotecario

Para encontrar una definición de mercado hipotecario en el derecho español tenemos que acudir al artículo 1 del RD 685/1982, de 17 de marzo, que desarrolló la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, en el que se dice que el mercado hipotecario tiene por objeto la negociación de los títulos emitidos por determinadas entidades con la cobertura de los créditos hipotecarios concedidos por las mismas. Esta definición ha pasado al artículo 1 del RD 716/2009, de 24 de abril, que deroga y sustituye el decreto anterior.

El largo plazo de amortización de los préstamos con garantía hipotecaria trae como consecuencia la inmovilización de grandes cantidades de recursos que tardan mucho tiempo en recuperarse. Para dotar de mayor liquidez a las entidades prestamistas y permitir un mayor importe de las sumas prestadas se crea un mercado secundario en el que se compran y venden los créditos hipotecarios que nacen en el mercado primario. Se consigue, así, que los titulares de créditos hipotecarios obtengan liquidez que les permita invertir esos recursos en la concesión de nuevos créditos hipotecarios. Es claro que la transmisión de los créditos hipotecarios con sus exigencias jurídicas impiden una movilización en masa de los mismos, por ello surge este mercado secundario que transforma los créditos hipotecarios, dispares en riesgo, cuantía y otras características, en títulos hipotecarios con riesgo, rentabilidad y características homogéneas y fácilmente transmisibles¹.

Los términos mercado primario y mercado secundario pueden inducir a error. A veces se utiliza el término mercado hipotecario primario como aquél en el que se emite valores hipotecarios que luego son objeto de transmisión y negociación en el mercado secundario. Otras veces se habla de mercado primario de créditos hipotecarios, a veces denominados simplemente hipotecas (por ejemplo en la literatura anglosajona), como aquél en el que se conceden y generan los préstamos y créditos hipotecarios; y se utiliza el término de mercado secundario, para aquél en el que son emitidos y colocados los valores que tienen como cobertura dichos créditos hipotecarios. Y ello es así porque se considera que la emisión y circulación de valores hipotecarios es el mercado secundario de los créditos hipotecarios en los que no se transmiten los créditos hipotecarios mismos sino los valores en los que se convierten éstos como mecanismo más ágil para su colocación y negociación en los mercados. En definitiva, la finalidad económica es la misma: la refinanciación de las entidades prestamistas; en unos casos se obtiene mediante la cesión ordinaria del crédito hipotecario y, en otros, mediante la emisión y negociación de valores que tienen como cobertura a los créditos².

2. El derecho real de hipoteca. Extensión

Lo que caracteriza el crédito hipotecario es, precisamente, la garantía real hipotecaria, por ello conviene que, con carácter previo, nos detengamos en analizar brevemente este derecho real.

La hipoteca inmobiliaria es un derecho real de garantía y de realización de valor que recae sobre bienes inmuebles, y que asegura el cumplimiento y la satisfacción forzosa de un crédito mediante la concesión a su titular de la facultad de llevar a cabo la realización del valor, enajenando los bienes y percibiendo su precio, a través del procedimiento legalmente establecido y cualquiera que sea en tal momento el poseedor o propietario de los mismos³.

¹ DÍAZ FRAILE, J. M.: La ejecución hipotecaria y el mercado secundario. Cuadernos de Derecho Registral, 2008, p. 31.

² MADRID PARRA, A: "La reforma del mercado secundario", Hacia un nuevo Derecho Hipotecario. Estudios sobre la Ley 41/2007, de reforma del Mercado Hipotecario. Consejo General del Notariado, 2008, p. 50.

³ DÍAZ FRAILE, J. M.: ob. cit., p. 41.

La formación histórica de la hipoteca ha seguido distintas fases. Junto al principio de responsabilidad patrimonial universal del deudor surgen las garantías de las obligaciones como modos específicos de reforzar y fortalecer la posición jurídica del acreedor añadiendo un nuevo derecho subjetivo o una nueva facultad que se yuxtapone al derecho de crédito⁴. En un primer momento histórico se acude a la transmisión de la propiedad con fines de garantía (*fiducia cum creditore*), generando con ello un peligro de abuso del acreedor. Tal inconveniente potencial se corrige mediante la prenda, de forma que la garantía se apoya en la entrega de la posesión y no de la propiedad. Por el contrario, con la prenda, se debilita la posición del acreedor y para corregirlo se le conceden a éste dos medios de autosatisfacción del crédito: el pacto comisorio y el pacto de *vendendo*.

El primero, consistente en que, en caso de incumplimiento del deudor, el acreedor podía quedarse con el bien dado en prenda, encerraba, sin embargo, el peligro de enriquecimiento injusto del acreedor y por ello el Emperador Constantino lo prohibió. Por el contrario, el pacto que establecía el *ius vendendi* a favor del acreedor pignoraticio se hizo ya frecuente a finales del siglo II después de Cristo, terminándose por considerar como un elemento natural y consustancial a la prenda. En virtud del mismo, el acreedor tenía derecho a instar la enajenación del bien objeto de la prenda y preferencia sobre el resultante para hacerse pago de la deuda.

Pero, a su vez, el desplazamiento posesorio planteaba serios inconvenientes al deudor, el cual veía debilitada su posición económica por la pérdida de la posesión de la cosa pignorada, razón por la cual se introdujo la posibilidad de la prenda sin posesión (*pignus conventum* o hipoteca), en la que la entrega de la posesión se aplaza hasta que la obligación se incumple, a fin de proceder a su venta. La garantía quedaba reducida, así, al derecho a vender concedido por el pacto de *vendendo* y la esencia de la hipoteca se concreta en el *ius vendendi* que el acreedor podía ejercitar, si bien debía devolver el *superfluum* o remanente del precio obtenido.

En esta evolución, el último paso se produce por la sustitución de la posesión necesaria para la venta por la publicidad registral que permite y posibilita la enajenación sin entrega de posesión a través de los mecanismos registrales de publicidad y mediante el control estatal de aquella enajenación.

Así, queda perfectamente reflejado en el artículo 1.858 del Código Civil (Cc), según el cual “es de esencia de los contratos de prenda e hipoteca que, vencida la obligación principal, puedan ser enajenadas las cosas en que consiste la prenda o hipoteca para pagar al acreedor”. De esta forma, el acreedor no necesita acudir a la ejecución forzosa sobre el patrimonio del deudor y le basta realizar la garantía mediante una ejecución pactada, que no forzosa, vendiendo la cosa.

Ahora bien, paralelamente, en la evolución de la hipoteca se manifiesta una tendencia clara a establecer cautelas y garantías en torno a la realización del bien hipotecado, sometiendo la venta a un control público, de forma que deba realizarse con intervención del Estado, y ello, para evitar abusos por parte del acreedor y para garantizar los derechos del deudor.

El artículo 104 de la Ley Hipotecaria de 8 de febrero de 1946 (LH) define la hipoteca al señalar que ésta “sujeta directa o indirectamente los bienes sobre que se impone, cualquiera que sea su poseedor, al cumplimiento de la obligación para cuya seguridad fue constituida”.

Sin embargo, como señala SERRANO ALONSO⁵, este concepto no es totalmente satisfactorio, ya que olvida uno de los elementos característicos de la hipoteca, que es la exigencia de su constitución registral sin la cual no surge el derecho real de garantía. Los caracteres que definen el derecho real de hipoteca, siguiendo a este autor, son:

1. Ser un derecho de naturaleza real, que recae directa e inmediatamente sobre un bien inmueble.
2. Es un derecho de realización de valor porque su titular puede exigir la enajenación del bien hipotecado.
3. La hipoteca opera en garantía de una obligación dineraria, ya que aun cuando la obligación garantizada no tenga inicialmente este carácter, deberá indicarse su importe en dinero (arts. 12 y 105 LH).
4. Es un derecho accesorio e indivisible (arts. 1860 Cc y 122 LH).
5. La hipoteca es un derecho de constitución registral (arts. 1875 Cc y 145 LH).

⁴ DÍAZ FRAILE, J. M.: ob. cit., p. 44 y ss.

⁵ SERRANO ALONSO, E: Conceptos Fundamentales del Derecho Hipotecario. Editorial Forum. Oviedo, 1993, pág. 139.

6. Recae sobre bienes inmuebles ajenos y enajenables.
7. El derecho real de hipoteca no implica la desposesión del bien sobre el cual se constituye el gravamen de forma que el titular continúa con la tenencia del bien.

En cuanto a la extensión del derecho real de hipoteca, de acuerdo con el artículo 109 LH, el derecho de hipoteca extiende su ámbito a las accesiones naturales, a las mejoras y al importe de las indemnizaciones concedidas o debidas al propietario por razón de los bienes hipotecado. Cabe decir lo mismo de los contratos de seguro tales como el de daños del bien hipotecado e, incluso, el de amortización del préstamo si es que se hubiere concertado. Y, en fin, también cabe incluir las indemnizaciones como las derivadas de la expropiación forzosa del bien hipotecado.

Se entenderán hipotecados juntamente con la finca, aunque no se mencionen en el contrato, siempre que correspondan al propietario:

- 1º) Las mejoras que consistan en nuevas plantaciones, obras de riego o desagüe, obras de reparación, seguridad, transformación, comodidad, adorno o elevación de los edificios y cualesquiera otras semejantes que no consistan en agregación de terrenos, excepto por accesión natural, o en nueva construcción de edificios donde antes no los hubiere.
- 2º) Las indemnizaciones concedidas o debidas al propietario de los inmuebles hipotecados por razón de éstos, siempre que el siniestro o hecho que las motivare haya tenido lugar después de la constitución de la hipoteca y, asimismo, las procedentes de la expropiación de los inmuebles por causa de utilidad pública. Si cualquiera de estas indemnizaciones debiera hacerse efectiva antes del vencimiento de la obligación asegurada y quien haya de satisfacerlas hubiere sido notificado previamente de la existencia de la hipoteca, se depositará su importe en la forma que convengan los interesados o, en defecto de convenio, en la establecida por los artículos. 1176 y siguientes del Código Civil.

Salvo pacto expreso o disposición legal en contrario, la hipoteca, cualquiera que sea la naturaleza y forma de la obligación que garantice, no comprenderá:

- 1º) Los objetos muebles que se hallen colocados permanentemente en la finca hipotecada, bien para su adorno, comodidad o explotación, o bien para el servicio de alguna industria, a no ser que no puedan separarse sin quebranto de la materia o deterioro del objeto.
- 2º) Los frutos, cualquiera que sea la situación en que se encuentren.
- 3º) Las rentas vencidas y no satisfechas al tiempo de exigirse el cumplimiento de la obligación garantizada.

Cuando la finca hipotecada pasare a un tercer poseedor, no será extensiva la hipoteca a los muebles colocados permanentemente en los edificios, ni a las mejoras que no consistan en obras de reparación, seguridad o transformación, siempre que unos u otras se hayan costeado por el nuevo dueño, ni a los frutos pendientes y rentas vencidas que sean de la pertenencia del mismo (art. 112 LH).

3. Antecedentes normativos y regulación del mercado hipotecario en España.

La Ley Hipotecaria de 1861 rechazó la posibilidad de transmitir créditos hipotecarios por endoso, admitiendo como únicos cauces para negociar los activos hipotecarios la cesión total o parcial del crédito garantizado y la subhipoteca.

La Ley Hipotecaria de 1869 admitió la hipoteca en garantía de créditos transmisibles por endoso y títulos al portador. Unos años más tarde la Ley de 2 de diciembre de 1872 crea el Banco Hipotecario de España y le autoriza para emitir, hasta el importe de las cantidades prestadas, cédulas hipotecarias y otras obligaciones reembolsables. Su garantía se configuraba entonces como una hipoteca especial, sin necesidad de inscripción, sobre todas las que en cualquier tiempo se constituyeran a favor del Banco Hipotecario sobre bienes inmuebles⁶. Este privilegio se le concede por un plazo de 99 años.

⁶ DÍAZ FRAILE, J. M.: ob. cit., p. 27 y ss.

El Código de Comercio de 1885 regula las compañías o bancos de crédito territorial⁷ a los que se asignan las operaciones de prestar a plazo sobre inmuebles y emitir obligaciones y cédulas hipotecarias, pero deja esta última facultad en suspenso en tanto subsista el privilegio del Banco Hipotecario. Poco después la Ley de Hipoteca Naval de 1896 preveía la creación de compañías de crédito naval con la posibilidad de emitir cédulas y obligaciones amparadas con dicho tipo de créditos y admitió que la hipoteca naval se constituyera a favor de determinada persona o a su orden. Las leyes de reforma de la Ley Hipotecaria de 1869 que tuvieron lugar en 1909 y 1944 mejoraron las condiciones de los tenedores de los títulos-valores, nominativos o al portador, garantizados por hipoteca, ya que se les facultó para seguir el juicio sumario de ejecución sin necesidad de aportar copia de la escritura de constitución de hipoteca.

En los Pactos de la Moncloa de octubre de 1977 se acuerda “la remoción de los obstáculos jurídicos y administrativos que se oponen a la creación de un mercado amplio de hipotecas” y con el Real Decreto Ley de 31 de octubre de 1978 sobre construcción y financiación de viviendas de protección oficial se permite que otras entidades financieras, distintas del Banco Hipotecario Español, pudieran emitir títulos hipotecarios, con el mismo régimen de garantías que el previsto para éste.

El siguiente paso fue la aprobación de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario (LMH), que ha sufrido diversas modificaciones, la última mediante Ley 41/2007, de 7 de diciembre, que constituye el régimen legal vigente en esta materia en España y que tiene como objetivo fundamental garantizar al inversor de los valores hipotecarios la máxima seguridad que puede ofrecer la legislación, asegurando de esta forma la capacidad del mercado hipotecario para acceder a los mercados de capitales y obtener los recursos financieros para financiar la actividad crediticia. La Ley del Mercado Hipotecario fue desarrollada por el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, también sometido a numerosas modificaciones (la última por Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo) y hoy derogado y sustituido por el del 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 (RMH).

Otro de los hitos importantes es la Ley 19/1992 de 7 de julio, que regula la Titulización de préstamos hipotecarios, esto es, la cesión masiva de créditos hipotecarios.

A todo esto hay que sumarle como dato importante las normas de transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva 88/361/CEE, de 24 de junio de 1988, sobre liberalización del movimiento de capitales en la Unión Europea, ya que si hasta entonces el mercado secundario obtenía recursos procedentes del ahorro interior, desde esa fecha se amplía su poder de captación de recursos a capitales exteriores. Precisamente por ello el Gobierno Español renunció a agotar el plazo de transposición, procedió a liberalizar plena e incondicionalmente todas las transacciones de capital en virtud del Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior.

⁷ Entendemos por “crédito territorial” la concesión de préstamos admitiendo en garantía de los mismos la hipoteca de un inmueble. Puede ser rural o urbano, según se destine a la promoción de la propiedad inmobiliaria de fomento de actividades agrícolas o a la promoción de construcciones urbanas. Estos créditos son dilatados en el tiempo de su amortización y las sociedades que los conceden deben tener una fuente de recursos suficiente y para ello podían emitir obligaciones y, posteriormente, cédulas hipotecarias.

02 | Mercados Hipotecarios en el Derecho comparado⁸

1. El Derecho alemán

En el Derecho alemán encontramos establecimientos de Derecho público y establecimientos de Derecho privado dedicados al préstamo sobre inmuebles. También existen instituciones bancarias dedicadas a actividades generales y otras especializadas como los bancos hipotecarios (*Hypothekbanken*), instituciones de Derecho privado especializadas en préstamos sobre inmuebles y en la emisión de cédulas hipotecarias.

Otras instituciones específicas privadas son las *Bausparkassen* o cajas de ahorro las cuales conceden préstamos para la construcción de viviendas siempre que el prestatario efectúe un contrato de ahorro con ella. Estas entidades prestan, generalmente sobre segunda hipoteca, a tipos de interés normalmente por debajo del tipo de mercado, para la construcción, adquisición, transformación o renovación de una vivienda.

Entre las instituciones de Derecho público destacan las instituciones centrales de giro (*Girozentralen*), que son los bancos de los *Länder* y también colaboran a refinanciar el crédito territorial. Las compañías de seguros también participan en este proceso adquiriendo masivamente cédulas hipotecarias. La refinanciación de los préstamos hipotecarios se realiza mediante la emisión de deuda (cédulas hipotecarias y otras obligaciones), los depósitos, el ahorro-vivienda y las primas de seguros.

La Ley de Bancos Hipotecarios alemana (*Hypothekbankgesetz*) –HBG– de 13 de julio de 1899, posteriormente modificada, establece cuales deben ser las actividades de los bancos hipotecarios en Alemania, dividiéndolas en dos grandes apartados: en primer lugar, prestar sobre inmuebles situados en territorio alemán, y sobre las hipotecas adquiridas emitir obligaciones o cédulas hipotecarias (*Hypothekpfandbriefe*); y, en segundo lugar, deben dedicarse al préstamo público y, sobre tales créditos, emitir obligaciones públicas (*Kommunalobligationen* u *Öffentlicher Pfandbriefe*).

La HBG muestra un especial interés en proteger las operaciones de crédito hipotecario y de emisión de cédulas, limitándolas a unos determinados establecimientos de crédito privado, los bancos hipotecarios, que están perfectamente delimitados en sus funciones y actuación. Los bancos hipotecarios únicamente se pueden constituir en forma de sociedad anónima o comanditaria por acciones, no permitiéndose ninguna otra forma societaria. Se entiende que las sociedades cuyo capital se basa en la emisión de acciones son las más idóneas para hacer frente al préstamo continuado tanto a particulares como a entes públicos previniendo, así, la posible falta de recursos económicos del banco para llevar a cabo su objeto social que debe consistir principalmente en prestar sobre inmuebles con hipotecas y sobre éstas emitir títulos para refinanciarse. La vigilancia sobre los bancos hipotecarios la ejerce la Agencia Federal de Inspección de la Actividad Financiera.

La función de la hipoteca en el sistema de crédito territorial alemán viene determinada por su no exclusividad como institución de garantía crediticia inmobiliaria. Las funciones que realiza la hipoteca dentro del sistema crediticio jurídico-privado las realiza también otro derecho real sobre inmuebles denominado *Grundschild*. No obstante, la HBG hace referencia únicamente a la hipoteca tanto como garantía de los préstamos como cobertura de las *Hypothekpfandbriefe*.

Los valores hipotecarios del sistema de crédito territorial alemán son los siguientes:

- Las *Pfandbriefe*

Las *Pfandbriefe* son valores que se emiten por razón de créditos hipotecarios o de créditos comunales y pueden ser emitidos al portador, a la orden y nominativos, si bien normalmente se emiten al portador. Nada dice la Ley sobre la posibilidad de emitir los títulos en anotaciones en cuenta, pero así se realiza normalmente en la práctica.

⁸ Para el desarrollo de esta materia de derecho comparado se han tomado como referencia distintas partes de la obra de SERGIO NASARRE AZNAR, La garantía de los valores hipotecarios. Centro de Estudios Registrales de Cataluña, Marcial Pons, 2003, a la que nos remitimos para un estudio más completo y detallado.

- Las *Hypothekempfandbriefe*

Las *Hypothekempfandbriefe* o cédulas hipotecarias son obligaciones emitidas sobre la base de las hipotecas a favor del banco constituidas sobre inmuebles alemanes.

La HBG prevé para estos valores numerosas garantías: los valores de cobertura, garantías concursales, de naturaleza penal o administrativa, etc. la garantía que se pretende dar a estos valores es tal que se configuran como valores susceptibles de ser objeto de la inversión del tutor con bienes de su pupilo (seguridad pupilar) no sólo por su rentabilidad si no, especialmente, por su seguridad basada en su garantía y cobertura hipotecarias.

Comenzando por los valores de cobertura que deben estar presentes a lo largo de la vida de la cédula y que en caso de impago de las mismas para satisfacer a sus tenedores éstos deben ser créditos hipotecarios o créditos garantizados con *Grundschild*⁹ cuya cuantía e intereses deben ser como mínimo igual que los de las cédulas en circulación. La cobertura debe alcanzar al valor nominal y producir como mínimo los mismos intereses que las cédulas. El préstamo hipotecario no podrá ser superior a las tres quintas partes del valor del bien inmueble que se pretende como garantía, valor que no podrá ser superior al precio de venta. Si existiese una determinación del valor actual de mercado éste deberá tenerse en cuenta para determinar el valor máximo a efectos de garantía. La utilización de hipotecas sobre suelos urbanizables y sobre obras en construcción queda limitada a la décima parte del total de hipotecas que cubren las cédulas.

Si la *Grundschild* es utilizada para dar cobertura a la emisión de cédulas existe una figura (el *Treuhänder*¹⁰) que se asegura de que el banco no destine la garantía para otra cosa diferente a la del crédito de cobertura. De forma que a pesar de que en principio parecería la *Grundschild* más flexible y, por ello, menos segura, en nada difiere de la hipoteca respecto a la garantía que puede prestar para las cédulas ya que existe un tercero que velará por la cobertura constante de las mismas.

Además de estos valores de cobertura ordinaria para las cédulas, la HBG prevé la existencia de una cobertura equivalente en casos como por ejemplo la devolución masiva de créditos hipotecarios de cobertura, que sólo puede utilizarse en una cantidad no superior al 10% del importe de las cédulas hipotecarias en circulación. Tales valores son las obligaciones u otros valores que tengan una garantía pública, bien porque sus deudores son el Estado, los *Länder*, la Unión Europea, algún país miembro del Espacio Económico Europeo o el Banco de Inversión Europeo.

Las hipotecas y las *Grundschilden* consiguen la condición de valores de cobertura desde su inscripción en el *Deckungsregister* que es un Registro de carácter administrativo; la inscripción, por tanto, tiene carácter constitutivo. Se suele determinar en qué cuantía las hipotecas y las *Grundschild* que se inscriben cubrirán a las cédulas, puesto que podrían plantearse dudas sobre qué parte del derecho inscrito responde por las cédulas y qué parte sirve para otro tipo de negocios. En este registro se anota, junto a la hipoteca, la descripción de la finca gravada, después de la población, calle y número, número del registro de la propiedad y la cuantía original de la hipoteca. Si se trata de inscribir valores de cobertura equivalente, deberán constar el número y la serie de cada valor.

Los cedulistas se encuentran protegidos a través de la realización de su garantía mediante la ejecución de los valores que han quedado afectos a su pago. Los valores inscritos en el *Deckungsregister* únicamente pueden ser embargados preventivamente o ejecutados forzosamente por los propios cedulistas que tienen ese derecho en exclusiva sobre los valores de cobertura, no pudiéndolo hacer el resto de los acreedores. El cedulista puede reclamar tanto por el capital principal como por los intereses devengados y no pagados. La cédula concede a su titular un título ejecutivo contra el banco o, más concretamente, contra los valores de cobertura ya que responde toda la masa de valores afectos.

Otra de las garantías de los cedulistas se centra en los supuestos de quiebra del banco emisor. En estos casos tienen un derecho preferente de cobro sobre los valores inscritos en el Registro de Hipotecas o *Deckungsregister*; se trata de un derecho de satisfacción preferente sobre un patrimonio especial formado por los valores de cobertura de las cédulas, no afectándoles la quiebra del banco por cualquier otro supuesto que no sea la insuficiencia de ese patrimonio de afectación especial, en cuyo caso se

⁹ En el Derecho alemán, como derecho real de garantía sobre bienes inmuebles, además de la hipoteca (*Hypothek*) que es accesoria a un crédito, existe también la *Grundschild* que grava un inmueble de manera que ésta pasa a responder de una suma de dinero determinada. Es una carga inmobiliaria desligada de la obligación garantizada en cada caso; es, pues, un valor económico en sí mismo, un bien o derecho dentro del tráfico jurídico que es negociado con la finalidad de servir a los intereses de su titular. En esencia se diferencia de la hipoteca en que falta la conexión con el crédito garantizado y, por lo tanto, no es accesoria a éste. Pero, normalmente, la *Grundschild* es utilizada para garantizar préstamos y cuando ello sucede estamos ante una *Sicherungsgrundschild* que nace de un contrato de garantía por el cual el propietario crea la *Grundschild* y el acreedor se compromete a utilizar la únicamente para garantizar el préstamo.

¹⁰ También denominado fiduciario. A pesar de estar nombrado por la Autoridad Supervisora a propuesta del banco, no recibe instrucciones de nadie, ni tampoco de los cedulistas. Es quien pone formalmente en circulación las cédulas hipotecarias. Si bien la emisión la realizan los bancos hipotecarios, las cédulas no se encuentran formalmente en circulación hasta que el *Treuhänder* no las haya dotado de una certificación acreditativa de la existencia de la cobertura prevista por la ley y de la inscripción de los valores de cobertura en el Registro de hipotecas. Antes de ello deberá asegurarse que el importe total de las cédulas en circulación no supere los límites legales (las cédulas hipotecarias y las *Kommunalschuldverschreibungen* en circulación no pueden superar el capital propio del banco multiplicado por seis).

habría para los cedulistas un proceso de insolvencia especial. Pero en caso de que los valores de cobertura sean adecuados los cedulistas no toman parte en el proceso de insolvencia del banco emisor sobre el resto del patrimonio.

Si el banco se declara insolvente o insuficiente el conjunto de los valores de cobertura, la autoridad de vigilancia podrá instalar la apertura de un procedimiento especial de insolvencia de manera que los cedulistas cobrarían, en primer lugar, de los valores inscritos en el registro de hipotecas al margen de la masa de la quiebra, y los valores integrarían dicha masa una vez que no fueran necesarios para la satisfacción de los cedulistas. Si este procedimiento especial de insolvencia resultase insuficiente, el cedulista podrá reclamar sus derechos en el procedimiento de insolvencia sobre los demás bienes patrimoniales del banco.

Si la causa de la insolvencia de la entidad es otra y el conjunto de los valores de cobertura inscritos en el *Deckungsregister* es suficiente para satisfacer a los cedulistas, el resto de acreedores del banco declararán su quiebra y se cobrarán de la masa ordinaria. Pero los valores de cobertura no se incluirán en la misma de forma que las cédulas se convierten inmediatamente en pagaderas, cosa que podría conllevar un perjuicio para los cedulistas que ven que sus cédulas son pagaderas pero no los créditos de cobertura sobre los que se van a satisfacer (hipotecas, etc).

- *Las Kommunschuldverschreibungen*

También denominadas *Kommunalobligationen* u *Öffentlicher Pfandbriefe*. Son las obligaciones emitidas por razón de los *Kommunaldarlehen* o préstamos a los entes públicos.

La regulación de estos títulos aparece en la HBG que se remite a la regulación de las *Hypothekendarlehen* puesto que se entiende que su funcionamiento va paralelo al de las cédulas hipotecarias, si bien existen algunos cambios relativos a la denominación de los títulos, acreedor, Registro, etc. Las *Kommunschuldverschreibungen* no están cubiertas por hipotecas si no que gozan de garantía pública.

Los tenedores de estas obligaciones comunales o públicas tienen afectos a su satisfacción los préstamos comunales o públicos y otro tipo de garantías equivalentes o adicionales que estén inscritos en el registro de cobertura para los préstamos públicos. Como garantías adicionales pueden funcionar los activos depositados en el Banco Federal alemán y en determinadas entidades de crédito. Sobre dichos valores de cobertura, el tenedor de estas obligaciones tiene un derecho de preferencia, además de un derecho de separación en caso de concurso del emisor. Tras quedar satisfechos, los activos restantes irán a la masa de la quiebra.

2. El Derecho francés

La legislación francesa recogida, principalmente, en la Ley de Bancos Hipotecarios de 27 de junio e 1999, configura a las sociedades de crédito territorial *sociétés de crédit foncier*, como sociedades financieras y de crédito especializadas. Para la refinanciación de los créditos inmobiliarios y los créditos públicos pueden emitir *obligations foncières* que conceden a su tenedor un derecho privilegiado sobre el activo de la institución de crédito.

Dicho activo está compuesto por:

- Créditos hipotecarios garantizados por inmuebles destinados a vivienda o de carácter comercial. También se admiten como valores de cobertura otros créditos afianzados por instituciones de crédito o compañías aseguradoras, aunque para ser admitidos como tales deben cumplir unos requisitos muy estrictos.
- Créditos públicos concedidos a instituciones públicas francesas y también a cualquier Estado del Espacio Económico Europeo.
- Títulos de participación en *pools* de créditos siempre el activo del mismo esté compuesto por un 90% de créditos hipotecarios o créditos públicos. Dichos créditos deben reunir los mismos requisitos que los créditos directamente refinanciados por las cédulas hipotecarias.

Este activo no sólo responde del nominal de las cédulas hipotecarias sino que también responderá por otros créditos. El riesgo que corren los cedulistas debe ser ponderado por las sociedades de *rating*. Por su parte, la dirección de la entidad y la autoridad de vigilancia bancaria (*Commission Bancaire*) deberán velar por el riesgo de impago de los intereses de las cédulas y los créditos, así como por la congruencia de activo y pasivo. La autoridad de vigilancia bancaria hace un control específico cada cuatro años sobre la cobertura de las cédulas y de su modo de cobertura, a pesar de que no exista registro específico.

Desde la ley de 23 de diciembre de 1988, modificada posteriormente, Francia dispone de una legislación sobre titulización (*titrisation*). Los valores más titulizados son los créditos hipotecarios.

Las cédulas hipotecarias francesas se emiten sobre un conjunto de créditos hipotecarios y no existe división de la masa de cobertura por emisiones, de forma que en una misma masa de cobertura pueden coexistir los créditos hipotecarios y los créditos públicos si bien una cierta división para cada negocio viene impuesta como consecuencia de la influencia de la transparencia debida a las agencias de *rating*.

Los créditos hipotecarios no deben superar el 60% del valor del bien objeto de garantía. Podrá subir hasta un 80% siempre que los mismos estén garantizados con un inmueble destinado a vivienda. Por último, el crédito de cobertura podría subir hasta el 100% del valor del inmueble que lo garantiza cuando sea un crédito hipotecario sobre vivienda social que esté, además, garantizado por un seguro público que cubra la totalidad del crédito; lo mismo sucede cuando un crédito hipotecario además está garantizado, en lo que supere el 60%, por la fianza de un Instituto de crédito, de una compañía de seguros o de una persona jurídica de Derecho público.

En cuanto a la garantía de las *obligations foncières*, la Ley establece que las cantidades obtenidas por las sociedades de crédito hipotecario deben ser utilizadas en primer lugar para las cédulas hipotecarias.

Mientras no queden satisfechos todos los cedulistas, ningún otro acreedor podrá ejercer ninguna acción frente a la sociedad emisora; se consigue así que la posible reclamación de los trabajadores de la sociedad emisora en situación de concurso vaya por detrás de los cedulistas aunque tengan un derecho privilegiado absoluto. Para evitar que por delante de los cedulistas puedan llegar a cobrar los trabajadores de la sociedad quebrada, en la práctica suelen crearse sociedades de crédito territorial (*crédit foncier*) que no tengan trabajadores y dedicadas exclusivamente a la emisión de valores y gestionadas por el banco o sociedad que las haya creado. Se trata, en cierto modo, de crear patrimonios separados para hallar la máxima protección de los cedulistas.

3. El Derecho británico

El sistema de crédito territorial anglosajón y, en especial, el del Reino Unido, está directamente relacionado con la titulización como sistema refinanciador de créditos hipotecarios. La emisión de valores de similares características a las cédulas hipotecarias (*mortgage bonds*) es simplemente anecdótica.

La titulización de hipotecas en Gran Bretaña (*mortgage securitisation*) se generaliza en la década de los ochenta. Hasta esa fecha las *Building Societies*, que son los principales prestamistas, recurrían para financiar sus préstamos a pequeños depósitos lo que hacía que se financiasen a largo plazo con ingresos que lo eran a corto. El aumento en la demanda de préstamos hipotecarios hizo necesario obtener recursos más estables para la seguir prestando para lo cual se utilizó la enajenación de las hipotecas a entidades especializadas en la emisión de determinar los valores.

Las *UK mortgage-backed securities* son valores emitidos por entidades especializadas en esta actividad (compañía vehículo, *vehicle company*, *special purpose vehicle*, SPV), las cuales, habiendo adquirido previamente un conjunto de hipotecas¹¹ de las entidades prestamistas, las convierten, mediante el proceso de titulización, en valores que son fácilmente negociables. Los prestamistas, se ven beneficiados por conseguir recursos más seguros para financiar sus préstamos pero, además, reducen sus activos hipotecarios que obtienen beneficios en forma de tasas por los servicios prestados en la administración continuada de las hipotecas (cobro de intereses y capital al vencimiento). No obstante, las *building societies* aún mantienen el límite del 40% para conseguir recursos que no procedan de las cuentas de los particulares.

¹¹ Lo que realmente reciben las SPV son créditos, por una parte, y las hipotecas, por otra, manteniendo la entidad prestamista la propiedad legal de los créditos y de las hipotecas en trust.

Para el inversor, las *mortgage-backed securities* tiene un serio inconveniente: su vencimiento inseguro. Aunque suela fijarse un plazo largo de vencimiento siempre se establece una cláusula de amortización del valor a medida que se vayan amortizando las hipotecas subyacentes¹². Esta devolución puede hacerse a prorrata o por sorteo. La solución ante esta inseguridad en la amortización de los valores se ha buscado en la emisión de *mortgage-backed securities* de duración específica de manera que el titular sabe que no se redimirá antes que otros valores que tienen un riesgo de amortización más próximo y nunca antes de una determinada fecha.

Las *Building societies* son, junto a los bancos, el primer escalón del proceso de titulización: solamente conceden los préstamos hipotecarios, por tanto, participan el mercado primario de hipotecas y luego los venden a las entidades emisoras de las *mortgage-backed securities*. A diferencia de las sociedades de crédito territorial propias del derecho continental las *Building societies* sólo se dedican a la concesión de préstamos y no emiten valores hipotecarios para su refinanciación.

Las comprobaciones respecto a los bienes hipotecados en garantía de los préstamos objeto de cesión han debido ser realizadas por el acreedor hipotecario lo que hace tanto en el *HM Land Registry* para los bienes registrados como en el *Land Charges Registry*, para los no registrados, donde habrá comprobado la titularidad del bien hipotecado así como la no existencia de gravámenes. La entidad cesionaria debe confiar en el prestamista si bien, éste suele dar garantías del *pool* de hipotecas que cubren tanto la cuantía de los préstamos como los tipos de hipoteca, la localización de los bienes hipotecados, los plazos de amortización, etc. El *pool*, además, es auditado; cualquier hipoteca que no cumpla los términos estipulados en la garantía se retorna al prestamista y cabe reclamarle daños.

Las hipotecas que normalmente respaldan la emisión de las *mortgage-backed securities* son hipotecas *endowment* o hipotecas de capitalización. En estas el deudor hipotecario contrata un seguro de vida (póliza de *endowment*) por la cual recibirá una cantidad equivalente a la debida al acreedor hipotecario cuando llegue el final de la hipoteca o cuando el deudor muera; el derecho a recuperar este importe se transfiere al acreedor hipotecario cuando realiza el préstamo y una vez pagado el capital adeudado hay derecho a redimir la póliza. Este derecho que tiene el acreedor hipotecario es también cedido a la emisora de valores para que sea ésta quien lo haga efectivo.

El *trustee* de la emisión es el encargado de tener en garantía (*trust*) los créditos hipotecarios y los pactos del emisor de valores (SPV) en beneficio de los titulares de los valores hipotecarios y de los acreedores de la entidad emisora. Tiene la obligación legal de cuidar y controlar los títulos (*deeds*) de las hipotecas. Por eso tiene el derecho a que le sean transferidos por el SPV aunque también existe la posibilidad de que establezca un depositario que guardará los títulos en su nombre.

El SPV (*special purpose vehicle*) que es la entidad emisora de los valores tiene una doble utilidad: evita que los valores representen pasivo para la sociedad y consigue aislar de todo el patrimonio de la misma un *pool* de hipotecas que responderá del pago a los tenedores de valores, evitando los problemas que podrían producirse por la insolvencia de la sociedad por cualquier otra de sus actividades. Sus acciones (*shares*) suele ser administradas por un *trustee*, que se recomienda no sea el mismo de la emisión para que no haya conflicto de intereses. No está legitimado para cobrarse y ejecutar los créditos y satisfacer las deudas; de estas cuestiones se encarga un administrador, que generalmente suele ser la entidad prestamista, aunque ésta puede delegar alguna de sus funciones en alguna otra sociedad.

La principal obligación del SPV es hacer los pagos a los tenedores de los valores hipotecarios a través de los agentes de pago. El administrador del SPV se encarga de suministrar el capital necesario utilizando las cuentas de aquella entidad así como de recoger el pago de los deudores hipotecarios, el retraso en los pagos de los créditos, la amortización de hipotecas o incluso la custodia de los títulos (*deeds*) de las hipotecas. Para todo ello ligado estas funciones corresponden en principio al *trustee*, éste debe concederle un poder de representación (*power of attorney*). Frecuentemente el administrador está asegurado contra los errores que pudiese cometer y que provocasen pérdidas de valor del conjunto de la titulización.

Los valores frutos del proceso de titulización hipotecaria son las *mortgage-backed securities*, denominación que significa valores de deuda que están garantizados, respecto por lo menos al principal y los intereses, sobre un conjunto de hipotecas. De hecho etimológicamente quiere decir "valores (*securities*) respaldados (*backed*) con hipoteca (*mortgage*)"¹³. Se emiten para ser principalmente adquiridas por sociedades inversoras y bancos y no por particulares.

¹² En el derecho inglés una vez que se ha devuelto el préstamo que garantiza la hipoteca nace en el deudor hipotecario el derecho a redimir (*right to redeem*). Este derecho no puede ser excluido contractualmente.

¹³ NASARRE AZNAR, S: ob. cit., p. 839.

Están respaldadas principalmente por un *pool* de hipotecas concedidas; la calidad de las hipotecas determina, en gran medida, la garantía de los valores sin perjuicio de que la seguridad de los mismos dependerá de la calidad del emitente. Para evitar el aumento de riesgo que producen las situaciones de pago anticipado del crédito se asegura el pago del capital e intereses de los valores por una sociedad conexas a la emisora o por una compañía de seguros; cuando esto no se realiza son los propios bancos inversores los que deben correr con el riesgo. Por ello, lo habitual, es que las *mortgage-backed securities* estén garantizadas por un seguro (contratado por el SPV) que puede cubrir los pagos de los valores, la recompra, etc. Con la utilización de las pólizas de seguro se da una garantía adicional a las *mortgage-backed securities*. Dado que este riesgo de reembolso está limitado, las agencias de *rating* suelen conceder a estos valores la calificación de triple A -máxima seguridad al inversor- cuando se asegura el 10% del valor del *pool* de hipotecas.

Por tanto, la garantía de los tenedores de los valores vendrá dada, en primer lugar, por la venta de las propiedades hipotecadas y, en segundo lugar, por la póliza de seguros de *endowment* que contrató el deudor hipotecario y que debería estar valorada en el mismo importe que el principal de la hipoteca. Además, cuando la hipotecas superan el 70 o el 80% del valor de mercado de la finca se suele contratar otra póliza por parte del hipotecante, sin perjuicio de que la casa o edificio hipotecado suela a su vez estar asegurado contra cualquier eventualidad.

Como garantía adicional podríamos señalar, también, los préstamos subordinados que recibe el SPV de la entidad prestamista o de un tercero para hacer frente a los gastos y disponer de capital para su función. Estas cantidades pueden destinarse a la adquisición de nuevas hipotecas que sustituyan a las amortizadas anticipadamente de modo que los titulares de los valores están permanentemente garantizados con hipotecas.

Caben también mejoras adicionales de los créditos hipotecarios (*credits enhancements*) ya que las garantías hasta ahora vistas no son suficientes para las agencias de *rating*. Podemos considerar que hay tres tipos de riesgos¹⁴: el riesgo de crédito (*credit risk*), el riesgo de liquidez (*liquidity risk*) y el riesgo de rentas o ingresos (*revenue risk*); este último, a su vez, puede dividirse en el riesgo por insuficiencia de los intereses pagados por los deudores hipotecarios para hacer frente a los pagos por intereses de los valores hipotecarios (*interest rate differential risk*) y el riesgo de la insuficiencia de los pagos del principal por parte de los deudores hipotecarios para el pago de los valores hipotecarios y otros gastos (*re-investment risk*).

El riesgo de crédito es el de pérdida del capital como consecuencia del impago (*default*) de la hipoteca por parte del deudor hipotecario. Para hacer frente al mismo se contrata por parte de la entidad emisora una póliza de seguro que garantice cada una de las hipotecas del *pool* de forma que quedan cubiertas las cantidades que, habiéndose vendido la finca y no resultando suficiente el seguro e indemnización que entidad prestamista y propietario pactaron, permitan hacer frente al pago de los valores hipotecarios que se amorticen por la desaparición de su hipoteca de cobertura (bien por amortización anticipada o porque la finca se venda en cumplimiento de un proceso de ejecución de la hipoteca por impago de los valores hipotecarios). También cabe la garantía financiera que es aquella en la que el 100 por 100 de la emisión está garantizada por una compañía de seguros.

Hay riesgo de liquidez por la posible insuficiencia entre la cuantía de los intereses pagados por los deudores hipotecarios y lo debido en concepto de intereses a los titulares de los valores hipotecarios. Para disminuir este riesgo suele establecerse como fecha de amortización de los hipotecarios dos años antes que la fecha de vencimiento de los créditos hipotecarios; de esta forma puede hacerse frente a cualquier procedimiento de remoción antes de que el SPV deba hacer frente al pago de los tenedores de los valores. Para este supuesto se prevén determinados fondos que suelen provenir de la póliza de seguros sobre el *pool* de hipotecas, pero suelen asegurarse separadamente del riesgo de crédito.

Las entidades prestamistas que refinancian sus créditos hipotecarios mediante titulización deben enfrentarse al riesgo de los ingresos. Debe quedar garantizado que con los intereses que satisfacen los deudores hipotecarios puedan pagarse los que se deben a los tenedores de valores hipotecarios. Para ello los prestamistas se ven obligados a subir los intereses de sus créditos hipotecarios¹⁵ lo cual, además del riesgo de que los deudores rediman la hipoteca, choca con lo establecido en los contratos de hipoteca en los que se incluyen cláusulas donde se garantiza que el interés no superará determinada cantidad. En todo caso, para cubrir ese desfase, la entidad prestamista avanza al SPV ciertas cantidades para hacer frente a los pagos. Si no lo hiciera, el trustee podría modificar los intereses de los préstamos hipotecarios.

¹⁴ NASARRE AZNAR, S: ob. cit., p. 844 y ss.

¹⁵ En el derecho británico se acepta la potestad unilateral de fijación del interés por parte de la entidad prestamista que no es considerada abusiva puesto que lo que es abusivo no es tanto la cláusula sino el modo en el que pueda llevarse a cabo.

Los tenedores de valores hipotecarios también se encuentran en situación de riesgo frente a la insolvencia del emisor (SPV) y a la de posibles dificultades económicas de la entidad prestamista. La primera situación es difícil que pueda darse; no obstante, en estos supuestos es donde más claramente el tenedor de las *mortgage-backed securities* puede hacer valer la garantía hipotecaria de sus valores.

Los riesgos de impago pueden provenir también de la propia entidad prestamista si entra en liquidación puesto que ella sigue siendo la propietaria legal de las hipotecas del *pool* que garantizan los valores hipotecarios. A este respecto las *mortgage-backed securities* están garantizadas con una subhipoteca (*sub-mortgage*), de forma que del pago del principal y de los intereses responden las hipotecas que el *trustee* tiene en nombre de los tenedores de valores. La subhipoteca inglesa es una hipoteca de hipoteca y el acreedor subhipotecario (el *trustee* en representación de los tenedores de valores) tiene una posición jurídica muy parecida a la que tiene el cesionario de un crédito hipotecario a excepción de que su subhipoteca debe ser redimida en caso de que el deudor subhipotecario cumpla la obligación; por lo tanto, el acreedor subhipotecario podría dirigirse tanto contra el deudor subhipotecario (acreedor hipotecario) como contra el deudor hipotecario directamente.

4. Posible integración de los mercados hipotecarios europeos

Las construcciones doctrinales en torno a la integración de los mercados hipotecarios europeos, en lo que se ha dado en llamar "eurohipoteca" pueden considerarse como puramente especulativas.

Los ordenamientos jurídicos hipotecarios son diferentes en los distintos países europeos. Así el derecho hipotecario inglés tiene un contenido dispositivo en muchas de sus partes, permitiéndose a las partes contratantes fijar libremente las modalidades de su hipoteca. Por el contrario, en el derecho hipotecario continental la hipoteca se configura como un derecho real típico con un contenido delimitado legalmente. A su vez, las hipotecas en el derecho continental responden a dos modelos básicos distintos: el de las hipotecas accesorias y el de las hipotecas independientes.

La Comunidad Económica Europea encargó en 1966 a un grupo de expertos presidido por el profesor Claudio Segré la elaboración de un informe a este respecto en cuyas conclusiones se consideraba que la deuda territorial alemana u otra garantía semejante podrían extenderse como modelo a los demás estados miembros. Posteriormente, la Comisión encargó en 1971 al Instituto Max Planck para el Derecho Extranjero y el Derecho Internacional Privado de Hamburgo un informe sobre la armonización de las hipotecas europeas. La primera parte de este informe tenía por objeto describir la situación existente sobre la regulación de las hipotecas en los distintos países que integraban la Comunidad Económica Europea. En 1976 el profesor inglés Paul Jackson completó esta parte del informe con los datos de los nuevos estados adheridos. Sin embargo, la segunda parte del informe que tenía por objeto el estudio de nuevas garantías de crédito no llegó a ser elaborada.

A partir de ahí las discusiones sobre el tema de la eurohipoteca se residerian en ámbitos puramente académicos o a través de foros como el Forum Group creado por la Federación Hipotecaria Europea, en cuyas discusiones alcanza cierta notoriedad la propuesta para la regulación de un derecho real de garantía inmobiliaria no accesorio que realizan los doctores Stöcker y Wolfsteiner, encabezando un grupo de juristas alemanes. Pero el primero de ellos reconocía que la idea de armonizar el derecho hipotecario en Europa mediante la introducción de una eurohipoteca es futurista o tal vez utópica. De hecho las autoridades de la Unión Europea no han llegado en ningún momento a acoger de forma real y operativa la idea de la armonización hipotecaria, más bien todo lo contrario, han abandonado este camino y lo han sustituido por el principio del mutuo reconocimiento de las técnicas financieras acogido por la Segunda Directiva Bancaria de 15 de diciembre de 1989 que deja no ya sin armonizar sino incluso fuera del principio del mutuo reconocimiento todo lo que tenga que ver con el Derecho Civil, Hipotecario, Concursal y Procesal.

Y ello no solo por las enormes dificultades prácticas de todo intento de armonización de las legislaciones internas de los países miembros en esta compleja materia sino, también, por un problema de fondo cual

es el de que los títulos competenciales de la Unión Europea en materia de propiedad, especialmente en el caso de la propiedad inmobiliaria y de los derechos reales limitados constituidos sobre la misma como es el caso del Derecho hipotecario, son limitados y circunscritos a los siguientes fundamentos:

1º.- Tal como resulta del Tratado de Roma (art. 222), nuevamente confirmado por el Tratado de Ámsterdam de 1997, que se limita a cambiar el número de artículo, establece que el citado Tratado "no prejuzga en modo alguno el régimen de propiedad de los estados miembros". El reciente Tratado de Lisboa de 13 de diciembre de 2007 tampoco ha alterado esta regla de atribución de competencia.

Esta norma responde a la consideración de que los bienes raíces forman el sustrato territorial de los estados como elemento básico de soberanía. Coadyuvan a fundamentar esta solución el principio comunitario de mutuo reconocimiento de legislaciones y el principio, surgido de Maastricht, de subsidiariedad, conforme al cual en las materias que no exista una competencia exclusiva de la Comunidad, ésta solo puede actuar en casos de que su acción sea más eficaz que la de los Estados.

Todo esto supone la coexistencia en el ámbito europeo de distintos sistemas de tráfico jurídico inmobiliario y de publicidad registral del mismo. Así, coexisten los sistemas de adquisición, transmisión de derechos reales de tipo consensual basados en el mero consentimiento como el francés, italiano o belga, los que responden a la doctrina del título y el modo, con una doble variante según que el efecto traditorio se atribuya a la escritura (caso español) o a la inscripción registral (caso de Suiza) y los sistemas basados en el negocio real dispositivo de carácter abstracto, esto es, desconectado de la causa del negocio obligacional subyacente (caso de Alemania).

Como reconoce el propio profesor Stöcker hay otras dos dificultades insalvables para la regulación de una "eurohipoteca", hasta tanto no exista un Derecho Civil uniforme en Europa, que son el Derecho Internacional Privado con su regla *lex rei sitae* para determinar la ley aplicable a los derechos, garantías reales y las divergencias existentes entre la legislación concursal de los países miembros.

Esta situación no ha cambiado tras el Libro Verde sobre el Crédito Hipotecario de la Unión Europea presentado en julio de 2005 ni del Libro Blanco de la Comisión Europea de 18 de diciembre de 2007 sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario en la Unión Europea, que se centra como extremos esenciales la necesidad de abordar en lo relativo a la información precontractual, el tipo de interés anual efectivo (TAE), la concesión responsable de los préstamos y la amortización anticipada. Y aun sobre estos temas la Comisión considera "prematureo decidir si una directiva aportaría el necesario valor añadido".

Como se señala en el mismo, la Comisión "no ve ningún motivo para no aplicar el arraigado principio de que rija la legislación del país en el que se halle situado el bien".

Por otra parte, este Libro Blanco ha subrayado la consideración de que los estados miembros deberían hacer más eficientes sus procedimientos de enajenación forzosa, por considerar que es un factor que encarece la actividad de los prestamistas hipotecarios, aumentando la incertidumbre de los inversores sobre la calidad de la garantía y elevando los costes de refinanciación. Por ello, la Comisión ha adoptado en relación con este tema una doble iniciativa: por un lado, publicará periódicamente "marcadores" actualizados que recogerán información objetiva sobre el coste y la duración de los procedimientos de ejecución hipotecaria en todos los estados miembros y, por otro lado, presentará una recomendación en la que exhortará a los estados miembros a velar porque sus procedimientos de ejecución hipotecaria tengan una duración y un coste razonable.

5. Régimen en los Estados Unidos de América

El sistema de crédito territorial estadounidense se basa en el sistema refinanciador de créditos por titulación. No obstante, existen un pequeño mercado de valores emitidos por los propios prestamistas y que representan deuda de la entidad.

Existen dos clases de valores que se aproximan a las cédulas hipotecarias: los *mortgage-backed bonds* y los *pay-through securities*. Los primeros son obligaciones respaldadas (*collateralized*) por un conjunto de hipotecas. Devengan un interés y el principal se devuelve al vencimiento (entre 5 y 12 años). Son

emitidos tanto por las agencias federales como por instituciones privadas. Son, pues, obligaciones que representan deuda para entidad prestamista de los créditos. En caso de impago, el *trustee* de la emisión ejecutará el crédito hipotecario para atender el derecho de asistir al tenedor de los valores hipotecarios.

Las *pay-through securities* son valores que se emiten por una entidad que puede tomar la forma de sociedad o de *owner trust* (*trust* del propietario). Esta entidad adquiere los préstamos hipotecarios y hace sobre ellos emisiones de valores hipotecarios de diversa naturaleza pero la propiedad de los créditos que respaldan la deuda la mantiene el emisor.

Los *mortgage-backed bonds* están respaldados por un conjunto de hipotecas pero los intereses y el principal no se pagan con el capital generado por los préstamos hipotecarios sino que están respaldados con otro capital que es revisado regularmente y que el emitente debe constituir en el momento de la emisión. Están, por lo tanto, protegidos adicionalmente (*overcollateralized*), es decir, no sólo por el *pool* de hipotecas. Tienen garantía hipotecaria y, en caso de impago, el *trustee* de la emisión ejecutará el citado *pool* de hipotecas para hacer frente al pago de los titulares de los valores hipotecarios.

Estados Unidos tiene el mayor mercado secundario de hipotecas en el mundo lo que propicia la masiva titulización de los créditos hipotecarios. La normativa aplicable a la emisión de valores en Estados Unidos se encuentra en la *Securities Act* de 1933 (que regula cuál debe ser la información que deben recibir los inversores antes de la emisión de valores), en la *Securities Exchange Act* de 1934 (recoge la información a recibir tras la emisión de valores) y en la *Trust Indenture Act* de 1934 (regula la función del *Trustee* de cara a los tenedores de valores).

Podría definirse la *mortgage* estadounidense como la transmisión de la tierra dada en garantía del pago de una deuda (*conveyance of land given as security for the payment of a debt*). Una de las particularidades de la hipoteca americana es que la mayoría de los estados no existe transmisión de título del hipotecante al acreedor hipotecario, siendo la hipoteca simplemente la garantía de una deuda. Es la conocida como *lien theory* según la cual el deudor tiene un derecho a retener de forma que el acreedor tiene seguridad (*security interest*) sin existir transferencia del título que quedará en manos de aquél. Sin embargo, los estados más orientales siguen la *title theory* de tradición británica según la cual hay transferencia del título al acreedor.

Existen diversos tipos de hipoteca: la hipoteca normal –*regular or convencional mortgage*– en la que hay dos partes, acreedor y deudor hipotecario; éste constituye una hipoteca en garantía del crédito, con o sin transmisión de título según el estado donde se realice; la *deeds of trust* en la que el deudor transmite la propiedad al *trustee* de forma que si la deuda se paga la propiedad se devuelve y si no éste realiza la garantía en nombre y beneficio del acreedor; la *equitable mortgage* cuando faltan algunos requisitos para que se considere la hipoteca como ordinaria; la *reverse annuity mortgage* para deudores con pocos recursos en la que el propietario recibe una cantidad mensual del banco mientras se mantenga en la casa, pero el principal y los intereses no son debidos hasta que el propietario vende la casa o fallece y si no es suficiente con dicha venta la *Federal Housing Administration* se encargará de la diferencia.

Además, existen hipotecas garantizadas por el gobierno de los Estados Unidos (*conforming mortgage loans*) de forma que si el prestatario incumple la hipoteca es pagada por la Agencia Federal correspondiente. Estas hipotecas tienen una gran importancia para el mercado secundario porque las Agencias Federales del mismo (*Fannie Mae* y *Ginnie Mae*) se encargan de titularlas. Estas hipotecas se caracterizan por una serie de restricciones tanto en la cuantía como en las cláusulas; el interés lo fija la Agencia Federal correspondiente y el prestatario debe asegurar la propiedad en la propia Agencia. Además de estas ventajas para el prestatario, el prestamista resulta beneficiado en la medida en que puede entrar en el mercado oficial de titulización de las hipotecas a través de estas sociedades oficiales.

En Estados Unidos la concesión de préstamos hipotecarios (mercado primario de hipotecas) ha sido dominado por instituciones financieras con apoyo estatal, las más importantes son las denominadas *Savings and Loans* (S&Ls) aunque hoy también son concedidos por los bancos. La concesión de préstamos con garantía hipotecaria con cierta intervención institucional empezó en 1934 y de ello se encargaban la *Federal Housing Administration* (FHA) y también la *Veterans Association* (VA) que actualmente todavía se encargan de conceder hipotecas subvencionadas por el gobierno que son titulizadas exclusivamente por la *Government National Mortgage Association* (GNMA) conocida como “Ginnie Mae”.

Las sociedades prestamistas privadas pueden prestar mediante préstamos conformados (*conforming loans*) que, como ya se dijo, cumplen determinados requisitos en cuanto a los límites en la cuantía y determinadas cláusulas específicas, y mediante préstamos no conformados (*nonconforming conventional loans*) que no cumplen dichos requisitos y deben ser titulizados por el mercado secundario de las sociedades de titulización privadas, al margen de las Agencias Federales, que no gozan del apoyo de éstas, y que se ven obligadas a buscar garantías adicionales a los *pools* de hipotecas para garantizar el pago de los valores hipotecarios que emitan. Estos préstamos no conformados se suelen organizar en "jumbos" formados, generalmente, por préstamos de viviendas de alto valor situadas en grandes áreas metropolitanas y suelen estar más concentrados en su riesgo en una misma zona geográfica que los conformados.

A los prestamistas se les denomina *originators* puesto que originan los activos (créditos hipotecarios) que van a ser titulizados. Uno de los efectos más importantes que se persiguen con la titulización de créditos es la separación de los activos que respaldan la emisión de los valores (préstamos hipotecarios) del total de activos que responden por las deudas de la entidad prestamista. Así, a diferencia del sistema de financiación tradicional basado en la emisión de obligaciones que representan deuda para la entidad, los valores titulizados están aislados y protegidos contra una situación de crisis de la entidad prestamista¹⁶ mediante la transmisión de la propiedad de los créditos hipotecarios que les dan cobertura. De este modo, la entidad prestamista vende estos activos de cobertura a la entidad emisora de valores (SPV -*special purpose vehicle*-). Ello no es óbice para que la entidad prestamista retenga la facultad de ser servidor (*server*) de los créditos hipotecarios mezclando los créditos enajenados con sus propios recursos. Por su parte, el SPV se estructura de manera que no pueda incurrir en quiebra restringiendo su actividad a la adquisición de los créditos hipotecarios; es una entidad con un cometido restringido a la adquisición de préstamos hipotecarios y a la emisión de valores.

Los participantes en el mercado secundario de hipotecas estadounidense son de dos tipos: las Agencias Federales y las sociedades privadas. La primera Agencia Federal se remonta a los años treinta y es conocida popularmente como "*Fannie Mae*" (*Federal National Mortgage Association* -FNMA-). A finales de los años 60 y principios de los 70 se crean la *Government National Mortgage Association* (GNMA) conocida como "*Ginnie Mae*" y la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* -FHLMC-, "*Freddie Mac*". La GNMA es una entidad completamente gubernamental y se encarga de la colocación de los *pools* de hipotecas que tienen la FHA, la VA o la FNMA en el mercado secundario, es decir, las hipotecas siguen siendo propiedad de los prestamistas pero la GNMA las introduce en el mercado mediante la titulización.

La FNMA adquieren las hipotecas a diferencia de la GNMA que simplemente garantiza la emisión de valores. Las hipotecas adquiridas puede ser tanto las de la FHA como las de la VA, pero también hipotecas privadas aseguradas o sin asegurar, aunque en este último caso deben cumplir determinados requisitos. Se refinancia mediante la emisión de obligaciones, títulos a corto plazo y *mortgage-backed securities*.

Entre ambas instituciones están a la FHLMC que adquiere de los prestamistas los préstamos conformados a interés fijo o variable, los introduce en un *pool* y entonces vende a los inversores derechos sobre dicho *pool* en forma de *mortgage participation certificates* (PC). Es la propia FHLMC la que garantiza el pago último del principal y periódicamente sólo los intereses a los tomadores de los valores a diferencia de la GNMA y la FNMA que garantizan el pago periódico de principal e intereses.

Que los valores hipotecarios refinanciadores del mercado de hipotecas estén emitidos por una de estas agencias comporta importantes consecuencias en cuanto a su garantía: puede decirse que los valores hipotecarios emitidos por las agencias federales están garantizados en un 100 por 100 contra riesgo de pérdida de valor por el gobierno de los Estados Unidos, de una manera explícita (*Ginnie Mae*) o implícita (*Fannie Mae* y *Freddie Mac*). Esta garantía de las Agencias Federales viene por dos vías: porque la propia Agencia emisora ha adquirido los préstamos hipotecarios conformados y sobre ellos ha emitido los valores y porque la Agencia, sin adquirir los créditos hipotecarios conformados, los ha respaldado y sobre ellos ha emitido los valores hipotecarios.

En cuanto a las sociedades privadas que operan en el mercado secundario, los bancos, lo hacen a través, generalmente, de préstamos no conformados, es decir, los que no cumplen los requisitos para ser respaldados por una Agencia Federal hasta el punto que los valores que emiten han sido calificados de *nonagency mortgage-backed securities*, para resaltar la ausencia de garantía Federal de las hipotecas que lo respaldan. La falta de respaldo institucional obliga a las instituciones privadas del mercado secundario a adquirir hipotecas que aporten mayor garantía a los valores además de otras formas de protección

¹⁶ En caso de insolvencia de bancos y cajas de ahorros la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) se encarga de proceder a la venta del banco y la liquidación de sus activos; la *Federal Savings and Loans Insurance Corporation* (FSLIC) hace lo propio con las cajas de ahorros.

de créditos (letras de crédito *-letters of credit-* o seguros ofrecidos por terceros, generalmente otros bancos o compañías de seguro) e incluso el propio prestamista debe garantizar los primeros pagos de los valores.

Las protecciones pueden ser externas o internas del *pool*. Como garantías externas está el seguro que evita pérdidas debidas a circunstancias económicas de los prestatarios, especialmente si entran en quiebra pero que también suelen cubrir otros riesgos como la pérdida de garantía de los créditos debido a catástrofes naturales. También están las *letters of credit* que pueden ser concedidas por la propia entidad emisora los valores o por terceros según acepten las agencias de *rating* para la calificación de los valores como AAA. Luego está el *bond insurance* que es una garantía proveniente de una aseguradora de obligaciones municipales (públicas) y las garantías societarias que cubren cualquier pérdida y que pueden ser utilizadas solas o en unión de cualquier otra protección externa.

Entre las protecciones internas al *pool* está la estructura senior/junior (emisión principal y subordinada respectivamente) que es una estructura de emisión con dos tipos de valores de forma que todos los riesgos derivados de una pérdida de valor de los créditos hipotecarios es asumida por los junior, quedando los senior protegidos. También puede crearse un fondo de reserva durante la primera etapa de la emisión de forma que se aparta una parte del principal destinada a la emisión subordinada de valores y así se cubre el pago de la emisión principal. Otras de las protecciones internas es la estructura de *shifting interest* mediante la que se destinan fondos extraordinarios al pago de capital principal e intereses de los valores de la emisión principal durante los primeros años de la emisión y las *spread accounts* en las que se utilizan los beneficios para ir satisfaciendo principal e intereses de los valores en lugar de retirarlos del proceso de titulación.

No obstante, el problema se encuentra cuando el SPV se declara insolvente no pudiendo hacer frente a los pagos a pesar de haber protegido el *pool* con alguno de estos sistemas. Entonces, el inversor debe confiar en los propios créditos hipotecarios que los respaldan ya que al haberse desprendido el prestamista de los mismos ninguna relación une a éste con los tenedores de los valores y éstos deberán cobrarse directamente del *pool*, cuyo titular es el SPV.

Los tipos de valores hipotecarios del mercado estadounidense son los siguientes:

- Las *pass-through securities*: son valores que gozan de un derecho de propiedad indivisible sobre el *pool* de hipotecas de forma que el tomador de estos valores no adquiere una hipoteca en concreto sino que goza de un derecho sobre el conjunto total de hipotecas.

Las hipotecas son vendidas por el prestamista al SPV que actúa como *trustee*, emite los títulos que luego son vendidos a los inversores. A medida que los deudores hipotecarios van pagando los intereses y liquidando sus créditos, estas cantidades van pasando a través del SPV a los adquirentes de los valores. Hay, por tanto, tres figuras: el propietario de las hipotecas (entidad prestamista), el *trustee* (SPV) que es un mero administrador de la emisión de los títulos y que actúa de mero puente entre el capital procedente del cobro de los créditos para, a través de él (*through*), satisfacer el capital principal y los intereses de la tercera figura, los tenedores de los bonos, que son los beneficiarios.

- Las *pay-through securities*: representan deuda para la entidad emisora (SPV). Se emiten por una entidad que puede tomar la forma de sociedad o de *trust* de propietario (*owner trust*), que adquiere los préstamos hipotecarios y hace sobre ellos emisiones de valores de diferentes características. La propiedad de los créditos que respaldan la deuda la mantiene el emisor (SPV) quien gravará las hipotecas del *pool* en garantía de los tenedores de valores y las depositará en el *trustee* que tendrá la garantía en nombre de éstos. El *trustee* sólo recibe el gravamen de las hipotecas en garantía de los adquirentes de los valores quienes tienen contra el emisor un crédito por el pago de intereses y de principal que podrá ser ejecutado y el valor obtenido con él servirá para satisfacer a los tenedores de varios.
- Las *collateralized mortgage obligations* (CMOs): son la versión más conocida de las *pay-through securities* y se representan mediante anotación contable. Una vez concedido un préstamo se vende a las compañías emisoras de valores las cuales lo reúnen en un *pool* para titularizar si bien muchas veces las emisiones de CMOs se garantizan con *pass-through securities*. El hecho que los valores que garantizan las CMOs sean valores emitidos por las Agencias Federales no quiere decir que directamente las CMOs estén garantizadas por el gobierno de Estados Unidos

aunque nunca podrán resultar impagadas porque los valores que los cubren sí tienen garantía federal. Para que exista dicha garantía el SPV debe ser una sociedad o un *trust* de propietario creado por una de estas Agencias o que lleve su respaldo directo. Por lo general, la cobertura de este tipo de CMOs no se limita a los créditos hipotecarios sino que se suelen sobregarantizar (*over-collateralize*) para evitar cualquier riesgo de impago: estas garantías suelen ser pólizas de seguros, letras de crédito bancarias o aportación de más liquidez para que la escasez de ésta no sea un obstáculo para proceder a los pagos de capital y los intereses de los valores.

La principal característica de las CMOs es la posibilidad de dividir los créditos hipotecarios en diversos grupos (*tranches*) y que las características de cada uno de los cuales (por ejemplo plazo de amortización) sean diferentes. Esto permite a distintos tipos de inversores a corto y largo plazo, con más o menos riesgo, con más o menos interés y evitar, además, los riesgos de pago anticipado de los créditos por los deudores (*prepayment*). Así la estructura podría ser la siguiente: se emite un primer grupo de CMOs, el A, que contiene valores hipotecarios cuyo vencimiento estimado es de uno a cinco años; el grupo B tiene un vencimiento de siete a quince años y por último los denominados bonos Z con una vida aproximada de 25 a 30 años. De esta forma, los tenedores de valores del grupo B no pueden verse afectados por una amortización anticipada del crédito por los deudores hipotecarios, porque todas las amortizaciones anticipadas la soportarán los tenedores de valores del grupo A y hasta que todos estos valores no estén amortizados por completo no podrá procederse a la amortización de los valores del grupo B; los valores del grupo Z, serán valores "cupón cero" durante parte de su vida, es decir, no se recibirán intereses ni se amortizarán hasta su vencimiento; una vez se han amortizado todos los grupos de inferior duración entonces cobran el principal y los intereses. De esta forma se evitan los problemas de la amortización anticipada.

A finales de los años 80 y debido al enorme crecimiento de los CMOs se permitió la emisión de diferentes tipos o clases de *pass-throughs*, mediante la creación de la *Real Estate Mortgage Investment Conduit* o REMIC, un nuevo tipo de organización para el emisor con exención fiscal y que permitió también la gestión del capital derivado del pago de los créditos, pero, además, la diversificación de la emisión de valores hipotecarios en distintos plazos de amortización, condiciones, etc.

03 | Entidades que participan en el Mercado Hipotecario Español

1. Entidades emisoras

De acuerdo con el art. 2 LMH en su redacción dada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, “las entidades de crédito, que, a continuación se detallan, podrán otorgar préstamos y créditos y emitir los títulos que se regulan por la presente Ley, en las condiciones que reglamentariamente se determinen:

- a) los bancos y, cuando así lo permitan sus respectivos estatutos, las entidades oficiales de crédito,
- b) las cajas de ahorro y la Confederación Española de Cajas de Ahorros,
- c) las cooperativas de crédito,
- d) los establecimientos financieros de crédito”.

Por su parte, el art. 2 RMH añade que “las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro estado miembro de la Unión Europea podrán hacer participar a terceros en los préstamos y créditos garantizados por hipoteca sobre inmuebles situados en España concedidos por ellas mediante la emisión de participaciones hipotecarias, en los términos establecidos en este real decreto”.

La redacción original del art. 2 LMH (1981) incluía el Banco Hipotecario de España, la Caja Postal de Ahorros, las entidades de financiación y las sociedades de crédito hipotecario, estas últimas creadas por la propia LMH. Si bien este artículo no había experimentado modificación alguna desde 1981, sí lo había hecho el concepto y la determinación de las entidades de crédito en nuestro país.

En efecto, el RDLeg 1298/1986, de 28 de junio, de adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, estableció tanto un concepto de entidad de crédito como una relación de entidades financieras calificadas como tales. La relación de entidades de crédito fue modificada en 1988, 1994 y 2002. El artículo 1 del RDLeg 1298/1986, de 28 de junio, define la entidad de crédito como “toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza”. La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de reforma del Sistema Financiero, añadió al concepto de entidad de crédito las empresas que emitieran medios de pago en forma de dinero electrónico, por ello hoy y de acuerdo con el art. 1.2 del RDLeg antes mencionado, son entidades de crédito el Instituto de Crédito Oficial¹⁷, los bancos¹⁸, las cajas de ahorros¹⁹ y la Confederación Española de Cajas de Ahorros, las cooperativas de crédito²⁰, los establecimientos financieros de crédito²¹ y las entidades de dinero electrónico²².

Vemos, pues, que son entidades emisoras del Mercado Hipotecario todas las entidades de crédito con la única excepción de las entidades de dinero electrónico.

¹⁷ Su régimen legal se encuentra en el RDLey 12/1995, de 28 de diciembre, en su Disposición Adicional VI, y en el RD 706/1999, de 30 de abril. El Instituto de Crédito Oficial es una sociedad estatal que tiene la consideración de agencia financiera del Estado y personalidad jurídica y patrimonio propio. Debe destacarse que son funciones del ICO contribuir a paliar los efectos económicos producidos por situaciones de grave crisis económica, catástrofes naturales u otros supuestos semejantes, así como actuar como instrumento de ejecución de determinadas medidas de política económica.

¹⁸ Su regulación se encuentra en la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946 y en el RD 245/1995, de 14 de julio. De acuerdo con el artículo 37 de la Ley de Ordenación Bancaria, ejercen el comercio de banca “las personas naturales o jurídicas que, con habitualidad y ánimo de lucro, reciben del público, en forma de depósito irregular o en otras análogas, fondos que aplican por cuenta propia a operaciones activas de crédito y a otras inversiones, con arreglo a las leyes y a los usos mercantiles, prestando, además, por regla general, a su clientela servicios de giro, transferencia, custodia, mediación y otros en relación con los anteriores, propios de la comisión mercantil”. No obstante de acuerdo con el RD 1245/1995, de 14 de julio, para ejercer la actividad bancaria se requerirá revestir la forma de sociedad anónima con duración indefinida sin perjuicio de otros requisitos como el capital mínimo, el objeto social, la forma del Consejo de Administración, etc.

¹⁹ Su regulación se encuentra en el Decreto 1838/1975, de 3 de julio, en la Ley 31/1985, de 2 de agosto y en el RD 798/1986, de 21 de marzo. De acuerdo con el Estatuto de las cajas generales de ahorro popular aprobado por Decreto de 14 de marzo de 1933, obviamente a fecha de hoy muy modificado, se define las mismas como “instituciones de patronato oficial o privado, exentas de lucro mercantil, no dependientes de ninguna otra empresa, regidas por juntas o consejos de actuación gratuita y dedicadas a la administración de depósitos de ahorro de primer grado, con el propósito de invertir los productos, si los tuvieran, después de descontados los gastos generales, en construir reservas, sanear el activo, estimular a los imponentes, y realizar otras sociales y benéficas”.

²⁰ Su regulación se encuentra en la Ley 13/1989, de 26 de mayo y en el RD 84/1993, de 22 de enero. “Son cooperativas de crédito las sociedades constituidas con arreglo a la Ley 13/1989, de 26 de mayo, cuyo objeto social es servir a las necesidades financieras de sus socios y de terceros mediante el ejercicio de las actividades propias de las entidades de crédito”.

²¹ Su regulación se encuentra en la Ley 3/1994, de 14 de abril, Disposición Adicional primera y RD 692/1996, de 26 de abril.

²² Su regulación se encuentra en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (art. 21). Tendrán tal consideración aquellas entidades de crédito, cuya actividad principal, en los términos que reglamentariamente se determinen, consista en emitir medios de pago en forma de dinero electrónico.

2. Entidades y servicios de tasación

Este tipo de entidades podemos considerarlas como entidades auxiliares o colaboradoras de las entidades emisoras; no son por tanto, entidades que intervienen en el Mercado Hipotecario. Pero tienen tal importancia que el legislador ha querido incorporar su regulación a la LMH (arts. 3 y 3 bis), cosa que se ha hecho por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre.

Las sociedades de tasación y los servicios de tasación de las entidades de crédito están sometidas a los requisitos de homologación previa, independencia y secreto que se establecen reglamentariamente, concretamente en el RD 775/1997, de 30 de mayo. De acuerdo con su artículo 3º, estas sociedades deben adoptar la forma de sociedad anónima con un capital social mínimo de 300.506,05 euros y ser regidas por un consejo de administración. Su objeto social debe estar limitado a la valoración de todo tipo de bienes, empresas o patrimonios y deben contar con determinado personal y organización y haber suscrito una póliza de responsabilidad civil.

Tema que preocupa especialmente al legislador es el de las sociedades de tasación que prestan sus servicios a entidades de crédito de su mismo grupo, así como las sociedades de tasación cuyos ingresos totales deriven, en un período temporalmente determinado, al menos, en un veinticinco por ciento de su relación de negocio con una entidad de crédito o con el conjunto de entidades de crédito de un mismo grupo, siempre que alguna de esas entidades haya emitido y tenga en circulación títulos hipotecarios.

Para reforzar la independencia de estas entidades tasadoras y evitar posibles conflictos de interés, deben disponer de mecanismos adecuados para favorecer la independencia de la actividad de tasación y evitar conflictos de interés, especialmente con los directivos o las unidades de la entidad de crédito que, sin competencias específicas en el análisis o la gestión de riesgos, estén relacionados con la concesión o comercialización de créditos o préstamos hipotecarios.

Esos mecanismos consistirán, al menos, en un reglamento interno de conducta que establezca las incompatibilidades de sus directivos y administradores y los demás extremos que la entidad, atendiendo a su tamaño, tipo de negocio, y demás características, resulten más adecuados. El Banco de España verificará dichos mecanismos y podrá establecer los requisitos mínimos que deban cumplir con carácter general y requerir a las entidades, de manera razonada, para que adopte las medidas adicionales que resulten necesarias para preservar su independencia profesional.

La obligación de disponer de esos mecanismos afectará también a los propios servicios de tasación de las entidades de crédito, y a aquellas sociedades de tasación controladas por o en las que ejerzan una influencia notable en su gestión, accionistas con intereses específicos en la promoción o comercialización de inmuebles, o en actividades que, a juicio del Banco de España, sean de análoga naturaleza, deben elaborar un reglamento interno de conducta, bajo la supervisión del Banco de España.

Además, de acuerdo con el art. 3 LMH, las entidades de crédito que hayan emitido y tengan en circulación títulos hipotecarios y cuenten con servicios propios de tasación o encarguen tasaciones a una sociedad de tasación de su mismo grupo, deberán constituir una comisión técnica que verificará el cumplimiento de los requisitos de independencia contenidos en los mecanismos mencionados en el apartado anterior. Dicha comisión elaborará un informe anual, que deberá remitir al consejo de administración u órgano equivalente de la entidad, sobre el grado de cumplimiento de las citadas exigencias. El referido informe anual deberá ser remitido igualmente al Banco de España.

Las sociedades de tasación y las entidades de crédito que dispongan de servicios propios de tasación deberán respetar las normas aplicables en las valoraciones de bienes que tengan por objeto el mercado hipotecario u otras finalidades financieras, redactar con veracidad los certificados e informes que emitan y operar en todo momento con diligencia profesional. El incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones determinará la aplicación del régimen sancionador previsto en este artículo.

Las entidades de crédito, incluso aquellas que dispongan de servicios propios de tasación, deberán aceptar cualquier tasación de un bien aportada por el cliente, siempre que, sea certificada por un tasador homologado de conformidad con lo previsto en la presente Ley y no esté caducada según lo dispuesto legalmente, y ello, sin perjuicio de que la entidad de crédito pueda realizar las comprobaciones que estime pertinentes, de las que en ningún caso podrán repercutir su coste al cliente que ha aportado la certificación.

Por otra parte, se establece un régimen de participaciones significativas (art. 3 ter LMH), que precisará de autorización por el Banco de España. A estos efectos, se considera que hay participación significativa cuando la participación en una de estas entidades alcance, de forma directa o indirecta, al menos el quince por ciento del capital o de los derechos de voto de la sociedad, o aquella que sin alcanzar dicho porcentaje permita ejercer una influencia notable en la sociedad. La infracción del régimen de autorización, además de ser sancionable disciplinariamente, dejará en suspenso el ejercicio de los derechos políticos correspondientes a las participaciones adquiridas irregularmente, siendo nulos los votos emitidos, e impugnables judicialmente los acuerdos adoptados, incluso por el Banco de España, todo ello de acuerdo con lo previsto en la sección 2 del Capítulo V de la Ley de Sociedades Anónimas.

El Banco de España dispondrá de un plazo máximo de tres meses, a contar desde la fecha en que haya sido informado, para, en su caso, oponerse a la adquisición pretendida. La oposición podrá fundarse en no considerar idóneo al adquirente. Entre otros factores, la idoneidad se apreciará en función de:

- a) La honorabilidad comercial y profesional de los accionistas. Esta honorabilidad se presumirá cuando los accionistas sean Administraciones Públicas o entidades de ellas dependientes.
- b) Los medios patrimoniales con que cuentan dichos accionistas para atender los compromisos asumidos.
- c) La falta de transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la sociedad, o la existencia de graves dificultades para inspeccionar u obtener la información necesaria sobre el desarrollo de sus actividades.

Si el Banco no se pronunciara en dicho plazo se entenderá que acepta la pretensión.

Se establece un régimen sancionador en caso de incumplimiento de estas normas referentes a la adquisición de participaciones significativas.

Por último, se fuerza el régimen sancionador general a que quedan sometidas las entidades de tasación (art. 3 bis LMH) siendo el procedimiento sancionador a seguir el regulado en el Real Decreto 2.119/1993, de 3 de diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros. Las potestades sancionadoras corresponden al Banco de España.

04 | Operaciones activas que sirven de cobertura para la emisión de valores hipotecarios

Tal como establece el artículo 1 LMH, las entidades financieras antes referidas podrán conceder préstamos hipotecarios y emitir los títulos necesarios para su financiación, de acuerdo con los requisitos y finalidades que esta ley establece, sin perjuicio de que estas mismas entidades u otras puedan emitir y transmitir obligaciones, con garantía o sin ella, de conformidad con la legislación vigente. Por tanto, otras entidades pueden emitir y transmitir obligaciones (véase el capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas); dichos valores pueden tener o no garantía hipotecaria. Igualmente, las entidades de crédito pueden conceder préstamos con garantía hipotecaria que no se ajusten a los requisitos y límites establecidos por la LMH. Pero ni aquellas ni estas operaciones crediticias podrán servir de cobertura para la emisión de valores hipotecarios a los que se refiere la LMH.

Como ya se ha señalado anteriormente, mediante el Mercado Hipotecario lo que se pretende obtener es una refinanciación de aquellas operaciones crediticias con garantía hipotecaria concedidas por las entidades de crédito. Son pues estos créditos hipotecarios que se sitúan en el activo del balance y, por tanto, en los que la entidad de crédito es la acreedora con garantía hipotecaria, los que van a servir para que, mediante su movilización, la entidad financiera pueda refinanciarse; para ello dichos créditos sirven de cobertura a la emisión de valores hipotecarios. Es lógico, por tanto, que estas operaciones crediticias reúnan determinados requisitos que lo que buscan es ofrecer la calidad crediticia que los mercados demandan para la aceptación y negociación de los valores hipotecarios emitidos con su cobertura. En efecto, como señala MADRID PARRA²³, desde un primer momento el legislador se ha preocupado de la calidad crediticia de los valores hipotecarios que llegan al mercado. "Cuanto mayor sea ésta, más sólido y eficiente será el mercado y, en consecuencia, más fluido será el proceso de refinanciación hipotecaria. De ahí que la ley exija, por una parte, específicos requisitos de calidad a los créditos hipotecarios que han de constituir la cobertura de las emisiones de valores, y, por otro lado, establece límites al importe de las emisiones en relación con el valor de la cartera de garantía o cobertura".

1. Finalidad

De acuerdo con el artículo 4 LMH, la finalidad de las operaciones de préstamo a las que se refiere esta Ley, será la de financiar, con garantía de hipoteca inmobiliaria ordinaria o de máximo, la construcción, rehabilitación y adquisición de viviendas, obras de urbanización y equipamiento social, construcción de edificios agrarios, turísticos, industriales y comerciales y cualquier otra obra o actividad así como cualesquiera otros préstamos concedidos por las entidades de crédito ya referenciadas y garantizados por hipoteca inmobiliaria en las condiciones que se establecen en esta Ley, sea cual sea su finalidad.

La Ley 41/2007 también ha añadido un segundo párrafo al artículo 4 LMH por el que se viene a permitir que sirvan de cobertura créditos hipotecarios nacidos de préstamos con garantía hipotecaria inmobiliaria cualquiera que sea su finalidad. Hay, pues, como señala MADRID PARRA²⁴, "un planteamiento más abierto del legislador para permitir la movilización del crédito hipotecario, con independencia del destino que se dé al dinero dado en préstamo por la entidad prestamista, cosa, por otra parte, difícil de constatar y, por ende, de controlar. De hecho, se opta por dar más relevancia a la naturaleza hipotecaria de la garantía que al destino de los recursos recibidos en préstamo, aunque se mantenga la redacción original referida a la construcción, rehabilitación y adquisición de vivienda como finalidad".

Si bien el artículo 4, cuya redacción se ha modificado por la Ley 41/2007, al igual que el artículo 1, también modificado por esta Ley, hacen referencia sólo a los "préstamos", los artículos 2 y 5, que también han recibido nueva redacción, hacen referencia a "préstamos y créditos"²⁵. La entidad de crédito tiene

²³ MADRID PARRA, A.: "La reforma del Mercado Secundario", en Hacia un nuevo derecho hipotecario. Estudios sobre la ley 41/2007, de Reforma del Mercado Hipotecario. Consejo General del Notariado, 2008, p. 56.

²⁴ Ob. cit. p. 58.

²⁵ Por su parte, el art. 3 RMH también hace mención a "préstamos y créditos elegibles a efectos de servir de cobertura a las emisiones de bonos hipotecarios, de ser objeto de participaciones hipotecarias o de servir para el cálculo del límite de emisión de las cédulas hipotecarias".

una posición acreedora con garantía hipotecaria en la relación jurídico-obligacional cualquiera que sea el origen de ésta, que puede ser un contrato de préstamo, uno de apertura de crédito en cuenta corriente o cualquier otro contrato. Por tanto, lo relevante no es el origen del crédito, ni tampoco su finalidad, como ya hemos dicho anteriormente, sino las características del crédito hipotecario existente, que pasamos a analizar.

2. Requisitos y límites de los créditos hipotecarios.

2.1. Créditos garantizados con hipoteca ordinaria o de máximo

De acuerdo con el artículo 4 LMH, las operaciones de préstamo a las que se refiere esta Ley, deben tener garantía de hipoteca inmobiliaria ordinaria o de máximo. La redacción vigente hasta la Ley 41/2007 hacía mención sólo a hipoteca inmobiliaria, por lo que se entendía que era solo ordinaria. Ahora, tras la reforma operada por esta Ley se incluye la mención a la "hipoteca de máximo", y, correlativamente, se introduce un nuevo artículo 153.bis en la Ley Hipotecaria de 8 de febrero de 1946 que permite constituir hipotecas de máximo "a favor de las entidades financieras a las que se refiere el artículo 2 LMH en garantía de una o varias obligaciones, de cualquier clase, presentes y/o futuras, sin necesidad de pacto novatorio de las mismas".

La exposición de motivos de la Ley 41/2007 explica esta modificación en los siguientes términos: "se flexibiliza el mercado hipotecario regulando las hipotecas de máximo, también llamadas doctrinalmente flotantes. La accesoriedad y determinación que rige en las hipotecas ordinarias excluye de nuestro actual ordenamiento jurídico como hipotecas ordinarias o de tráfico aquellas hipotecas en las que son diversas las obligaciones garantizadas o en las que se mezclan obligaciones presentes y futuras. Eso determina necesariamente que deban constituirse tantas hipotecas como obligaciones se pretenden garantizar lo que, además de encarecer la operación, no es competitivo en la práctica bancaria. Lo que se pretende mediante esta reforma es generalizar la posibilidad de garantizar con hipoteca de máximo otras muy diversas relaciones jurídicas, si bien se ha considerado conveniente limitarlo a las entidades de crédito y no a cualquier acreedor, dada la especial normativa de supervisión a la que están sometidas aquellas. La hipoteca de máximo permitirá admitir nuevos productos hipotecarios hasta ahora rechazados".

Por otra parte, en los préstamos cuya hipoteca recaiga sobre inmuebles en construcción o rehabilitación, las disposiciones podrán atenerse a un calendario pactado con la entidad prestamista en función de la ejecución de las obras o la inversión, y de la evolución de las ventas o adjudicaciones de las viviendas.

En definitiva, los créditos objeto de movilización, esto es, los que sirven de cobertura para la emisión de los valores hipotecarios, estarán garantizados con hipoteca que puede ser ordinaria o de máximo. La primera es la que garantiza una obligación concreta, p.e. un préstamo; la hipoteca de máximo es aquella que garantiza una pluralidad de obligaciones, p.e. varios préstamos, o incluso obligaciones futuras, aunque haya que establecer un importe máximo (de ahí el nombre), p.e. una apertura de crédito en cuenta corriente en la que el acreditado puede disponer en todo o en parte y en una o en varias veces en la que pueden instrumentarse distintas obligaciones.

No pueden servir de cobertura para la emisión de valores hipotecarios (art. 12 RMH):

- a) Los créditos hipotecarios que estén instrumentados en títulos-valores nominativos, a la orden o al portador, dada la indeterminación del acreedor hipotecario que es el que resulta en cada momento del título-valor y que puede o no coincidir con la entidad emisora.
- b) Los totalmente vencidos o la parte vencida de dichos créditos en el momento de ser afectados como garantía de la emisión, porque no dan cobertura alguna. Esta exclusión no será aplicable a las participaciones hipotecarias.
- c) Los que estuvieren afectados a otra emisión de bonos, o los que hayan sido objeto de participaciones hipotecarias, en la porción participada, dado que no es admisible servir de cobertura a varios valores hipotecarios de forma simultánea.

- d) Los garantizados con hipoteca que aparezca registralmente contradicha mediante anotación de demanda, porque la garantía puede desaparecer en función de cual sea el resultado del proceso judicial.
- e) Los subhipotecados o embargados, ya que ya están gravados los propios créditos hipotecarios por lo que la cobertura no sería plena.
- f) Los sujetos a condición suspensiva mientras no conste registralmente su cumplimiento y ello porque sin tal cumplimiento no existe crédito y los garantizados por hipoteca de seguridad o de máximo, en la parte de los mismos en que no conste haber sido efectivamente contraída la deuda correspondiente en el registro contable especial llevado por la entidad emisora de las cédulas o bonos hipotecarios, o en el libro especial mencionado en el artículo 32.3 RMH llevado por la entidad emisora, en el caso de participaciones hipotecarias.

Los créditos que estén garantizados con hipoteca sobre edificios en construcción o sobre fincas independientes en régimen de propiedad horizontal que formen parte de los mismos, sólo podrán servir de cobertura a la emisión de valores hipotecarios cuando reúnan los siguientes requisitos:

- a) Que el préstamo se destine a financiar la construcción del bien hipotecado y el prestatario quede obligado a concluirlo,
- b) Que el bien hipotecado que ha de resultar al concluir la construcción sea susceptible de hipoteca en garantía de créditos aptos para tal cobertura.
- c) Que conste el valor que alcanzará, una vez terminada su construcción, el edificio o finca hipotecados, según presupuesto aprobado por los servicios de tasación.

2.2. Hipoteca con rango de primera sobre el pleno dominio

De acuerdo con el artículo 5 LMH, también modificado por la Ley 41/2007, los préstamos y créditos a los que se refiere esta Ley habrán de estar garantizados, en todo caso, por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera, sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca. Si sobre el mismo inmueble gravasen otras hipotecas o estuviere afecto a prohibiciones de disponer, condición resolutoria o cualquier otra limitación del dominio, habrá de procederse a la cancelación de unas y otras o a su posposición a la hipoteca que se constituye previamente a la emisión de los títulos.

Este precepto se encuentra desarrollado por el artículo 4 RMH, que tras reiterar que los créditos que sirvan de cobertura para la emisión de valores hipotecarios habrán de estar garantizados, en todo caso, con primera hipoteca sobre el pleno dominio, añade que la inscripción de la finca hipotecada habrá de estar vigente y sin contradicción alguna y no sujeta a limitaciones por razón de inmatriculación o por tratarse de inscripciones practicadas al amparo del artículo 298 del Reglamento Hipotecario. Las entidades emisoras no podrán posponer las hipotecas existentes a su favor en garantía de créditos afectados al pago de bonos, o que hayan sido objeto de alguna participación hipotecaria sin el consentimiento del Sindicato de Tenedores de Bonos o de los tenedores de bonos cuando éste no se haya constituido²⁶, o de todos los partícipes del crédito, respectivamente. Tampoco podrán sin el expresado consentimiento cancelar voluntariamente dichas hipotecas, por causa distinta del pago del crédito garantizado; renunciar o transigir sobre ellas; novar el crédito garantizado, condonarlo en todo o en parte o prorrogarlo; y, en general, realizar cualquier acto que disminuya el rango, la eficacia jurídica o el valor económico de la hipoteca o del préstamo o crédito.

Como se observa, la hipoteca que garantiza los créditos que sirven de cobertura para la emisión de valores hipotecarios, debe tener todas las garantías y ninguna limitación. Ser primera hipoteca, lo que implica que no haya otra anterior que obviamente sería preferente, y que la titularidad del hipotecante no esté sometida a ninguna limitación, como sería una condición resolutoria o una prohibición de disponer. Tampoco debe estar sujeta a ninguna limitación por razón de la finca como sería el caso de una inmatriculación de finca no inscrita a favor de persona alguna mediante título público de adquisición cuando el transmitente o causante acredite la previa adquisición mediante documento fehaciente o cuando se complete con acta de notoriedad acreditativa de que el transmitente o causante es tenido por

²⁶ Una de las novedades introducidas por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, es el carácter voluntario de este sindicato de tenedores de bonos.

dueño –art. 298 RH- y ello porque para que tenga efectos frente a terceros es necesario que transcurran dos años (art. 207 LH).

La hipoteca deber recaer sobre el total de la finca, no sobre una cuota parte y no es admisible que con posterioridad a la emisión de los valores hipotecarios la hipoteca sea cancelada, salvo por pago del deudor, ni se puede renunciar a ella ni transigir sobre la misma, ni posponer su rango, ni condonar en todo o en parte el crédito. En definitiva, no son admisibles actos que mermen la eficacia jurídica o el valor económico del crédito o de la hipoteca que lo garantiza.

2.3. Límites cuantitativos del crédito

Otra de las garantías de los valores hipotecarios es la relación entre el importe del crédito hipotecario que le sirve de garantía y el valor del bien hipotecado que lo garantiza. Esta relación es conocida como relación LTV (*Loan to Value*). Tomando por este último el valor de tasación, la Ley establece que el importe del crédito no podrá exceder del 60 por ciento del valor de tasación del bien hipotecado (el porcentaje fijado originariamente por la LMH era del 70 por ciento). Cuando se financie la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, el préstamo o crédito podrá alcanzar el 80 por ciento del valor de tasación, sin perjuicio de las excepciones que prevé la LMH.

La relación entre los créditos de cobertura y los valores emitidos, determina significativamente la calidad crediticia de éstos. Si hay una *ratio* elevada, la garantía es menor y, por tanto, también la valoración de los títulos; pero si la *ratio* desciende mucho, sube la calidad crediticia de los valores, pero la capacidad de refinanciación también desciende. Se trata, pues, de fijar un punto de equilibrio donde se consiga una elevada calidad crediticia y un suficiente acceso a la refinanciación. A este respecto, como se observa, la Ley 41/2007 ha bajado la *ratio* en pro de la calidad de los valores a colocar en el mercado hipotecario.

Se regula también la posible alteración de esta proporción por merma de valor del bien hipotecado y el necesario complemento de garantía. 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 20 por ciento, la entidad 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.

Los créditos que estén garantizados con hipoteca sobre edificios en construcción o sobre fincas independientes en régimen de propiedad horizontal que formen parte de los mismos, a efectos de cobertura, el límite computable vendrá determinado por la suma de los importes siguientes: 50 por ciento del valor de tasación del solar; 50 por ciento del valor de las obras realizadas, excluida la repercusión del solar. Las cuantías resultantes en aplicación de este criterio sólo podrán computarse, a efectos de cobertura, en cuanto su suma no exceda del 20 por ciento del importe total de los capitales de los créditos afectados a una emisión de bonos o de la cartera que determina el límite de la emisión de cédulas (art. 12,3 y 4 RMH).

De acuerdo con el artículo 5 RMH, el límite del 80% a la relación entre el préstamo o crédito garantizado y el valor de la vivienda hipotecada mencionado más arriba podrá superarse, sin exceder en ningún caso del 95%, si el préstamo o crédito hipotecario cuenta con aval bancario prestado por entidad de crédito distinta de la acreedora o se halla cubierto por un seguro de crédito²⁷, prestado por entidades aseguradoras. En cualquier caso, será la entidad de crédito acreedora quien sufrague el coste del aval bancario o quien figure como tomador del seguro y sufrague su coste sin que, en ningún caso pueda repercutirse el coste del aval bancario o seguro sobre el deudor hipotecario. El aval bancario o el seguro deberán cumplir en todo caso determinadas, entre las cuales, que la garantía sea directa; la garantía o seguro cubrirá, al menos, el importe del préstamo o crédito garantizado que exceda del 80% del valor de tasación del bien hipotecado; la entidad de crédito o aseguradora que presten la garantía o seguro no podrán pertenecer al mismo grupo, de acuerdo con lo que dispone el artículo 42 del Código de Comercio, que la entidad acreedora del préstamo o crédito hipotecario garantizado o asegurado; la entidad de crédito que proporcione la garantía deberá tener una calificación crediticia mínima para exposiciones a largo plazo de A1, A+ o asimilados de una agencia de calificación de riesgos reconocida por el Banco de España; si se trata de un seguro, bastará con que la entidad aseguradora disponga de la correspondiente autorización administrativa.

²⁷ Del ramo 14 del artículo 6.1 del Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados.

Cuando el aval bancario o el seguro cubra todos los pagos derivados del crédito o préstamo hipotecario que el deudor estuviese obligado a efectuar, tenga carácter inmediato y, en el caso del aval bancario, el garante goce de una calificación de calidad crediticia igual o mayor que la del Reino de España, la relación máxima entre el préstamo o crédito garantizado y el valor de la vivienda hipotecada mencionada en el apartado anterior será del 95%. En los demás casos, el Banco de España determinará el porcentaje máximo a que pueda llegar dicha relación, atendiendo a las características de la garantía provista y a la calidad crediticia del garante.

Por su parte, el artículo 5 RMH permite que los créditos hipotecarios que inicialmente excedan de los porcentajes antes vistos, sirvan de cobertura a la emisión de cédulas y bonos hipotecarios cuando, como consecuencia de la amortización experimentada por su principal o de la modificación del valor de los bienes en el mercado, previa la tasación correspondiente, su importe no supere dichos porcentajes en relación con el valor de tasación, inicial o revisado, del bien hipotecado.

3. Bienes objeto de garantía hipotecaria. Titularidad

Los bienes objeto de hipoteca en garantía de operaciones crediticias que sirvan de cobertura para la emisión de valores hipotecarios deben tener un valor suficientemente estable y duradero. Por ello, de acuerdo con el artículo 11 RMH, no pueden ser admitidos en garantía los siguientes:

- a) El derecho de usufructo, porque suele estar limitado temporalmente.
- b) Las concesiones administrativas, porque, además de su temporalidad, cabe el riesgo de resolución del derecho del concesionario.
- c) Los derechos de superficie cuya duración, contada a partir de la fecha prevista para el final del plazo de amortización del préstamo o crédito hipotecarios, no alcance los 20 años, los derechos de pastos, aguas, leñas y semejantes.
- d) Los edificios e instalaciones situadas fuera de ordenación urbana y los terrenos sobre los que se hubieren autorizado obras de carácter provisional en los términos fijados para uno u otro supuesto en la Ley del Régimen del Suelo y Ordenación Urbana, cuando tal circunstancia conste registralmente.

Las hipotecas han de estar constituidas sobre bienes que pertenezcan en pleno dominio y en su totalidad al hipotecante. Dicho pleno dominio no podrá hallarse sujeto a condiciones, prohibiciones de disponer, plazos, sustituciones, reservas, cargas, gravámenes o limitaciones de cualquier clase, salvo que unos y otras no afecten a la hipoteca, se pospongan a ella o se cancelen previamente a la emisión de títulos. No se considerarán carga, a estos efectos, las afectaciones por razón de impuestos devengados por el Estado, la Administración Autonómica o la Administración Local ni las responsabilidades derivadas del artículo 99 del Reglamento de Viviendas de Protección Oficial de 1968.

No obstante, podrá la finca hipotecada pertenecer a distintas personas en participaciones indivisas, o con titularidad sobre los derechos integrantes del dominio, siempre que la hipoteca se haya constituido sobre la totalidad de las participaciones o derechos como una sola, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 217 RH, haciendo así innecesaria la distribución de la responsabilidad hipotecaria entre las distintas cuotas de participación.

En los edificios constituidos en régimen de propiedad horizontal:

- a) Si la hipoteca recae sobre el edificio en su conjunto deberá haberse constituido y estar inscrita en la forma que previene el artículo 218 del Reglamento Hipotecario, o sea, como una sola hipoteca unitaria sobre la totalidad del edificio.
- b) Si la hipoteca recae sobre los pisos o locales, éstos deberán constar inscritos en folios separados.

Por último, y esta es una novedad introducida por la Ley 44/2007, los créditos a los que se refiere esta Ley podrán estar garantizados por inmuebles situados dentro de la Unión Europea mediante garantías de naturaleza equivalente a las que se definen en la LMH. A este respecto, de acuerdo con el artículo 6 RMH, los préstamos y créditos que estén garantizados por inmuebles situados dentro de la Unión Europea podrán ser considerados préstamos y créditos elegibles para el cálculo del límite de emisión de las cédulas hipotecarias y para servir de cobertura a la emisión de bonos hipotecarios siempre que, a juicio del Banco de España, dichas garantías sean de naturaleza y características equivalentes a las previstas en este real decreto.

Esta equivalencia se apreciará atendiendo a los siguientes requisitos a cumplir por dicha garantía o por el régimen jurídico que la regule:

- a) que la hipoteca o derecho dado en garantía sea jurídicamente válido y eficaz en todas las jurisdicciones relevantes en el momento de la conclusión del contrato de préstamo o crédito o haya sido documentado por escrito en tiempo y forma;
- b) que el régimen jurídico que regule la garantía establezca la obligación de valoración previa del inmueble que sirve de garantía por un tasador independiente de la entidad de crédito prestamista, entendido como una persona que posea las calificaciones, capacidades y experiencia necesarias para efectuar una tasación y que sea independiente del procedimiento de decisión crediticia;
- c) que el acuerdo de garantía y el procedimiento jurídico en que se sustenta permita a la entidad de crédito acreedora liquidar el valor de la garantía por su propia cuenta en un plazo razonable ante una situación de impago; y,
- d) que el régimen jurídico que regule la garantía contemple la existencia de mecanismos suficientes para garantizar la obtención de un precio justo en la ejecución de la garantía.

A efectos de apreciar la equivalencia de los regímenes y garantías correspondientes, el Banco de España podrá requerir a las entidades cuanta información y documentación adicional estime oportuna, incluidos dictámenes jurídicos suficientes, elaborados de forma independiente por expertos ajenos a la entidad, así como acreditación del tratamiento que dichas garantías han recibido de la autoridad supervisora del país afectado como instrumento de mitigación de riesgos, a efectos de los requerimientos de solvencia de las entidades de crédito.

En ningún caso estos préstamos y créditos podrán ser objeto de participaciones hipotecarias.

4. Tasación previa de los bienes

Para que un crédito hipotecario pueda ser movilizado mediante la emisión de valores hipotecarios, los bienes inmuebles por naturaleza sobre los que recaiga la hipoteca deberán haber sido tasados con anterioridad a la emisión de títulos por los servicios de tasación de la Entidad financiera prestamista o de entidades especializadas en tasaciones, con arreglo a lo que se dispone en el RMH (art. 7 LMH y 8 RMH).

La tasación se acreditará mediante certificación de los servicios correspondientes y si se hubiera practicado antes del otorgamiento de la escritura de constitución de la hipoteca, se hará constar en dicha escritura y en la inscripción de la misma en el Registro de la Propiedad. En este caso, el tipo de subasta para el supuesto de ejecución de la hipoteca será necesariamente, como mínimo, dicha valoración.

La certificación habrá de basarse en un informe de tasación en el que se recogerán los aspectos jurídicos y técnicos que influyan en la valoración del bien y que constituyen las características básicas definitorias del mismo, así como el conjunto de cálculos técnico-económicos conducentes a determinar el valor final de la tasación. El informe técnico de tasación, así como el certificado en el que podrá sintetizarse el mismo, habrá de ser firmado necesariamente por un Arquitecto, Aparejador o Arquitecto Técnico, Ingeniero o Ingeniero Técnico de la especialidad correspondiente según el régimen competencial profesional marcado por la naturaleza del objeto de la tasación. Este informe no tendrá que ser visado por el Colegio Oficial respectivo y caducará a los tres meses de la fecha de su firma. El Ministro de Economía

y Hacienda establece los criterios de valoración, los contenidos mínimos de los informes y certificados de tasación y cuantas disposiciones sean necesarias a efectos de valoración de los bienes que puedan servir de garantía en el mercado hipotecario (Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo modificada por Orden EHA/3011/2007, de 7 de octubre).

Como ha señalado reiteradamente la Dirección General de los Registros y del Notariado, la tasación, a efectos del mercado hipotecario, es un requisito previo a la emisión de los valores garantizados pero no para la constitución previa de la hipoteca (resoluciones de 12, 13, 14, 16 y 17 de junio de 2000). Cabe así que con posterioridad a la propia inscripción de la hipoteca se haga constar el certificado de tasación en el Registro de la Propiedad mediante nota marginal.

Si por razones de mercado o por cualquier otra circunstancia, el valor del bien hipotecado desmereciese de la tasación inicial en más de un veinte por ciento, y con ello se superasen en función del principal pendiente de amortizar, los límites vistos sobre el valor de tasación del bien hipotecado, la entidad financiera acreedora, acreditándolo mediante tasación efectuada a su instancia, podrá exigir del deudor hipotecante la ampliación de la hipoteca a otros bienes suficientes para cubrir la relación exigible entre el valor del bien y el crédito que garantiza. En el caso de que el deudor sea una persona física, este desmerecimiento deberá haberse mantenido durante el plazo de un año, a contar desde el momento en que la entidad acreedora lo haya hecho constar en el registro contable especial de préstamos y créditos hipotecarios que sirven de garantía para la emisión de cédulas o bonos hipotecarios.

El deudor, después de requerido para efectuar la ampliación, podrá optar por la devolución de la totalidad del préstamo o de la parte de éste que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente la cuantía del mismo.

Si dentro del plazo de dos meses desde que fuera requerido para la ampliación el deudor no la realiza ni devuelve la parte de préstamo necesaria, se entenderá que ha optado por la devolución de la totalidad del préstamo, la que le será inmediatamente exigible por la entidad acreedora.

El titular o titulares de los títulos garantizados (y, cuando exista, el Sindicato de Tenedores de los Bonos) podrán instar de la entidad acreedora el ejercicio de la acción de reclamación de la ampliación hipotecaria y, según la opción ejercitada por el deudor primario, quedará automáticamente extendida la afectación a la ampliación de la hipoteca o se les abonará el importe del título o títulos correspondientes.

5. Aseguramiento de los bienes objeto de garantía hipotecaria

Los bienes sobre los que se constituya la hipoteca deberán contar con un seguro contra daños adecuado a la naturaleza de los mismos, y en el que la suma asegurada coincida con el valor de tasación del bien asegurado excluidos los elementos no asegurables por naturaleza como es el caso del suelo (arts. 8 LMH y 10 RMH). Se trata con ello de dar mayor garantía al mercado hipotecario a través del mecanismo de la "subrogación real" de los arts. 1.877 CC, 110, 2 LH y 40.1 de la Ley de Contrato de Seguro²⁸.

Es frecuente en las escrituras de constitución de hipoteca establecer como causa de vencimiento anticipado del crédito hipotecario el incumplimiento por el deudor de la obligación de asegurar o de obligación del pago de la prima.

El tomador del seguro notificará al asegurador la existencia del crédito que grave el bien asegurado, y éste dará traslado de aquella notificación al acreedor.

En el caso de falta de pago de la prima por el tomador del seguro, el asegurador lo notificará al acreedor antes de que haya expirado el plazo de gracia del pago de la prima.

En caso de siniestro el tomador del seguro lo notificará al asegurador en los términos previstos en la póliza, y éste dará traslado de la notificación al acreedor.

²⁸ La hipoteca se extiende "al importe de las indemnizaciones concedidas o debidas al propietario por los aseguradores de los bienes hipotecados siempre que el siniestro o hecho que las motivare haya tenido lugar después de la constitución de la hipoteca".

6. Garantía de recuperación de los créditos hipotecarios

Como ya hemos señalado anteriormente, la hipoteca inmobiliaria es un derecho real de garantía y de realización de valor que recae sobre bienes inmuebles y que asegura el cumplimiento y la satisfacción forzosa de un crédito mediante la concesión a su titular de la facultad de llevar a cabo la realización del valor, enajenando los bienes y percibiendo su precio, a través de los procedimientos legales establecidos y cualquiera que sea en cada momento el poseedor o el propietario de los mismos. No obstante, no hay que olvidar que, salvo que se pacte que la garantía se limita a los bienes hipotecados (al amparo del art. 140 LH), cosa absolutamente impensable en la práctica bancaria, la garantía hipotecaria se superpone a la personal, de forma que el deudor responde con todos sus bienes presentes y futuros.

Por ello, cuando el deudor no cumpla la obligación que esté garantizada por la hipoteca, el acreedor podrá hacer efectivo su derecho de cuatro formas:

- 1ª. Ejerciendo la acción personal contra el deudor, a través de un juicio ordinario regulado en los artículos 399 y siguientes de la Ley de Enjuiciamiento Civil.
- 2ª. Mediante el juicio ejecutivo ordinario de los artículos 538 y siguientes de la Ley de Enjuiciamiento Civil.
- 3ª. Utilizando el procedimiento judicial de ejecución directa sobre los bienes hipotecados regulado en los artículos en los artículos 129 a 135 LH y y en la Ley de Enjuiciamiento Civil (la ejecución de bienes hipotecados se recogen los artículos 681 a 698; la subasta de bienes inmuebles en los artículos 655 a 680).
- 4ª. Mediante el procedimiento extrajudicial recogido en los artículos 234 a 236 del RH.

Por razones de eficacia y de eficiencia el primero de los procedimientos no es utilizado nunca. El procedimiento extrajudicial es también bastante infrecuente, siendo el utilizado en la casi totalidad de los casos el procedimiento de ejecución directa sobre los bienes hipotecados. No obstante, hay que señalar que en caso de insuficiencia de la garantía hipotecaria siempre cabe reclamar por la vía del juicio ejecutivo ordinario la parte del crédito no satisfecha. Debe destacarse que mediante este procedimiento, si se admite la demanda ejecutiva, se despacha la ejecución lo que acarrea el embargo preventivo de bienes suficientes del deudor para hacer frente al importe del crédito reclamado.

Respecto al procedimiento judicial de ejecución directa sobre los bienes hipotecados podemos decir, a modo de resumen, que se trata de un procedimiento rápido, de subasta única, con posibilidad de sustituirla por convenios de realización por entidad especializada; que facilita la concurrencia de licitadores permitiendo su financiación a través de la hipoteca del derecho de remate. Es también un procedimiento en el que se aplica, con escasas excepciones, el principio de purga o cancelación de cargas posteriores, incluso respecto de créditos con privilegio especial anotados con posterioridad -cuyos titulares deberán acudir a la correspondiente tercería de mejor derecho, pero sin paralizar la ejecución-, y el que se cuida el aspecto posesorio a través de un incidente que permite antes de la subasta conocer si hay ocupantes de la finca con título suficiente para continuar en la posesión²⁹. Tal como ha señalado el Tribunal Constitucional español en sentencia del 17 de enero de 1991, se puede decir que este procedimiento se caracteriza por la extraordinaria fuerza ejecutiva del título y la paralela disminución de las posibilidades de contener la mediante la formulación de excepciones, de forma que la presentación de la demanda, el requerimiento deudor y la llamada de terceros poseedores y acreedores posteriores son condiciones suficientes para pasar a la fase de realización.

²⁹ DÍAZ FRAILE, J.M.: ob. cit., pág. 76.

7. La garantía hipotecaria en caso de concurso del hipotecante

Por otra parte, las hipotecas inscritas a favor de las entidades emisoras en garantía de los créditos que sirven de cobertura para la emisión de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, sólo podrán ser rescindidas o impugnadas al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley 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 de terceros de buena fe (art. 10 LMH).

Se establece así un régimen mucho más restrictivo que el general contenido en la Ley Concursal. Según el art. 71 de la misma basta con que haya perjuicio para la masa activa, sin necesidad de fraude. La LMH requiere la demostración de la existencia de fraude. Con carácter general, el art. 71 de la Ley Concursal limita la posibilidad de rescisión a los actos celebrados por el deudor en el plazo de los dos años anteriores a la declaración del concurso. En realidad, por esta vía de la remisión al art. 71 de la Ley Concursal y la exigencia de existencia de fraude, la LMH está refundiendo de manera restrictiva el supuesto de hecho de la Ley Concursal y el de la acción pauliana contemplada en el art. 1111 del CC. El Código civil condiciona el ejercicio de la acción pauliana a la existencia de fraude, pero no establece un período de tiempo. Sin embargo, la Ley Concursal no requiere que haya habido fraude, pero sí limita la acción impugnatoria para rescindir los actos perjudiciales a la masa activa a un período de dos años.

Con independencia de que se pueda propugnar el ejercicio de la acción pauliana en adición a la acción rescisoria del art. 71.1 de la Ley Concursal, la finalidad proteccionista del mercado hipotecario que guía a la LMH ha de llevar a una interpretación restrictiva de la norma especial del art. 10 de esta Ley. Parece que sólo se admita la rescisión o impugnación al amparo del art. 71 de la Ley Concursal, excluyendo la impugnación ex art. 1111 del CC que no contiene la limitación temporal de dos años; pero el hecho es que el propio apartado 6 del art. 71 admite el ejercicio de cualquier acción de impugnación al que se pueda tener derecho. En todo caso, el art. 10 LMH solo reconoce legitimación activa a la administración concursal, mientras que el art. 72.1 de la Ley Concursal, en relación con el 71, llega a admitir la legitimación de los acreedores. Lo cierto es que, en relación con el régimen general de la Ley Concursal, la LMH contiene un régimen especialmente tuitivo del mercado hipotecario, favoreciendo a las entidades de crédito participantes en dicho mercado cuando concurren en un concurso como tales acreedores hipotecarios.

05 | Operaciones pasivas. Valores hipotecarios

Como ya hemos señalado anteriormente, la finalidad de la LMH es la movilización del crédito hipotecario, lo que tiene lugar mediante la emisión, por las entidades autorizadas para ello, de ciertos valores denominados bonos, cédulas o participaciones hipotecarias, denominaciones que son exclusivas y quedan reservadas a estos valores y que podemos definir, con carácter general, como aquellos valores que representan derechos de crédito contra la sociedad emisora, que están especialmente garantizados sobre ciertos créditos hipotecarios que la emisora tiene ya constituidos, a su vez, frente a terceros.

1. Cédulas hipotecarias.

El Código Civil en su artículo 336 ya mencionaba las cédulas y títulos representativos de préstamos hipotecarios entre las "cosas muebles". Las cédulas hipotecarias son valores cuyo capital e intereses están especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre todas las que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de la entidad emisora, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la misma. La garantía hipotecaria es pues una garantía adicional a la de la propia garantía personal de la entidad emisora.

En efecto, tal como establece el artículo 12 LMH, 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 y, si existen, por los activos de sustitución que se encuentran contemplados en el apartado 2 del artículo 17 (a los que haremos mención seguidamente). Igualmente, las cédulas hipotecarias se encuentran garantizadas por los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados, vinculados a cada emisión y ello en las condiciones que se determinan reglamentariamente.

Como señala ROCA SASTRE³⁰, "desde luego, extrañará a cualquier hipotecarista, que tiene *in mente* el principio de especialidad o determinación registral o hipotecaria, que, sin constancia alguna en el registro de la propiedad, pueda existir una hipoteca, que será global o general y tácita o presunta, sobre todos los créditos hipotecarios que constituyan la cartera de tal carácter de la entidad emisora de las cédulas hipotecarias, sin que exista, por tanto, vinculación alguna expresa y pública registralmente de tales créditos al pago del capital, intereses y primas de dichas cédulas. Se trata, por consiguiente, de una responsabilidad genérica de un grupo de bienes o derechos credituales al cumplimiento de unas obligaciones, cuya responsabilidad estará limitada, no concretada, a la suma, que se toma como base de cómputo y sirve de límite cuantitativo de la emisión de cédulas, o sea, que es una responsabilidad *pro viribus*, es decir, limitada a dicha suma o cantidad y hasta donde alcance. Se forma, por tanto, una especie de patrimonio especial de destino, cuya finalidad es responder del cumplimiento de los créditos incorporados a los títulos-valores consistentes en cédulas hipotecarias".

Por ello, aunque se habla de "hipoteca, sin necesidad de inscripción registral, sobre todas las que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de la entidad emisora", en rigor no existe tal hipoteca. Como señala DÍAZ FRAILE³¹, en la doctrina española ha sido común definir esta afección de los créditos de cobertura como una subhipoteca cuyo objeto inmediato está constituido por los créditos hipotecarios de la cartera del emisor, subhipoteca que presenta características muy especiales por ser legal, general y tácita, ya que viene impuesta directamente por la ley, recae sobre una masa de créditos sin determinar y nace sin necesidad de inscripción registral contrariando así los principios de proscripción de las hipotecas generales y tácitas que rige en nuestro Derecho desde 1861.

³⁰ ROCA SATRE, R.Mª., ROCA-SASTRE MUNCUNILL, L. Y BERNÀ I XIRGO, J.: Derecho Hipotecario. Tomo X, Bosch, 2009, pág. 109.³¹ DÍAZ FRAILE, J.M.: ob. cit., pág. 76.

³¹ Ob. cit., pág. 190.

Precisamente por ello, no cabe atribuirle carácter real a la garantía de las cédulas hipotecarias ya que al faltar la conexión o publicidad registral, falta la reipersecutoriedad típica de la garantía hipotecaria, es decir, la vinculación *erga omnes*, cualquiera que sea su poseedor, de los créditos de cobertura. El tenedor de las cédulas tiene un derecho preferente pero no el *ius distrahendi* sobre los créditos de cobertura y, en consecuencia, no puede ejercitar la acción de ejecución hipotecaria directa ni contra el deudor hipotecario en caso de impago del crédito ni contra el emisor en caso de impago de la cédula a su vencimiento.

La entidad emisora de las cédulas hipotecarias llevará un registro contable especial de los préstamos y créditos que sirven de garantía a las emisiones de cédulas hipotecarias y, si existen, de los activos de sustitución inmovilizados para darles cobertura, así como de los instrumentos financieros vinculados a cada emisión. Dicho registro contable especial deberá asimismo identificar de entre todos los préstamos y créditos registrados, aquellos que cumplen los requisitos de la LMH que son los que sirven como respaldo para emitir valores hipotecarios. Las cuentas anuales de la entidad emisora recogerán los datos esenciales de dicho registro en la forma en que se determine reglamentariamente.

1.1. Límites de emisión

El volumen de cédulas hipotecarias emitidas por una entidad y no vencidas no podrá superar el importe del 80% de los capitales no amortizados de los préstamos y créditos hipotecarios de su cartera que reúnan los requisitos vistos para servir de cobertura, deducido el importe íntegro de los afectos a bonos hipotecarios y la porción participada de los que hubieran sido objeto de participación. Se computarán como tales préstamos o créditos los capitales de las participaciones hipotecarias adquiridas por la entidad que se mantengan en su cartera.

Las cédulas hipotecarias podrán ser respaldadas hasta un límite del 5% del principal emitido por activos de sustitución y que son los siguientes:

- 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.

1.2. Datos que deben recoger las cédulas hipotecarias

De acuerdo con el artículo 14 RMH las cédulas hipotecarias contendrán al menos los siguientes datos:

1. Designación específica y la indicación de su ley reguladora, esto es, de la Ley del Mercado Hipotecario.
2. La expresión de si son nominativas, a la orden o al portador y, en su caso, el nombre del titular o el de la persona a cuya orden estén libradas. En defecto de calificación expresa se entenderán emitidas al portador.
3. Su valor nominal y el de las primas, si las tuvieren.
4. El plazo y forma de amortización del capital.
5. Los intereses que devenguen y sus vencimientos.
6. La opción que, en cuanto a la forma de pago, permite el artículo 22 RMH³².
7. La expresión de si la cédula es única o si pertenece a una serie y, en este último caso, el número del título y el número o la letra de la serie, si hubiese varias.
8. La fecha de la emisión y las de las autorizaciones administrativas correspondientes.
9. El nombre y domicilio de la entidad emisora y, en su caso, los datos de la inscripción de ésta en el Registro Mercantil.
10. El sello de la entidad emisora y la firma de, al menos, uno de sus consejeros o apoderados, que podrá ser impresa, cumpliendo los requisitos legales, cuando las cédulas se emitan en serie.
11. La expresión de si la cédula incluye o no la opción de amortización anticipada a favor del emisor y las circunstancias en que ésta pueda ejercerse.

Cuando las cédulas hipotecarias estén representadas por medio de anotaciones en cuenta, se hará constar en todo caso en la escritura de emisión a la que se refiere el artículo 6º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), aquellos de los datos mencionados anteriormente que resulten compatibles con tal forma de representación.

1.3. Condiciones de emisión de las cédulas hipotecarias

Cuando las cédulas hipotecarias se emitan individualmente, la fecha de su emisión deberá constar en forma fehaciente.

Los títulos emitidos en serie se extenderán en libros talonarios con un registro-matriz y estarán numerados correlativamente. Podrán existir varias series dentro de una misma emisión, y la diferencia podrá consistir en el valor nominal, en el contenido de los derechos, o en ambas cosas a la vez. Sin embargo, los títulos de cada serie serán de igual valor y conferirán los mismos derechos.

El régimen general aplicable a la emisión de cédulas hipotecarias destinadas a su colocación y negociación en el mercado secundario ha de ser el contenido en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

Las cédulas hipotecarias se representarán mediante anotaciones en cuenta cuando se emitan con destino a su negociación en un mercado secundario. El art. 9.3 del citado Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, requiere que los "valores que sean objeto de una solicitud de admisión a negociación habrá de representarse por medio de anotaciones en cuenta". La agilidad de los mercados requiere que los valores que acceden a ellos estén representaciones de esta forma para facilitar su negociación, compensación y liquidación.

³² El citado art. 22 no hace referencia a opción alguna en cuanto a la forma de pago. En la redacción hoy derogada del RMH, el art. 44 se remitía al art 54 que establecía que la entidad emisora podía optar entre hacer los pagos por ventanilla en sus propias cajas o verificarlos mediante abono en las cuentas abiertas a nombre de los acreedores en cualquier entidad de crédito o dejar esta opción a los tenedores de los valores.

La emisión de cédulas hipotecarias representadas por anotaciones en cuenta requiere la elaboración por la entidad emisora de un documento, cuya elevación a escritura pública es potestativa, en el que ha de constar la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión (art. 6 LMV). Por «información necesaria para la identificación» habrá que entender toda la información relativa a las características que configuran las cédulas hipotecarias que se emiten, con descripción de los derechos y, en su caso, deberes que corresponderán a quienes adquieran la titularidad de los nuevos valores.

Los datos y características que ha de hacer públicos la entidad emisora aparecen recogidos en el art. 14 RMH antes visto. La entidad emisora debe depositar una copia de dicho documento ante la entidad encargada del registro contable, ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y ante el organismo rector del mercado secundario donde se pretenda que las cédulas hipotecarias sean negociadas.

2. Bonos hipotecarios

Los bonos hipotecarios son valores cuyo capital e intereses están especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre los préstamos y créditos hipotecarios que se afecten en escritura pública, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la entidad emisora, y, si existen, por los activos de sustitución que se afecten en escritura pública y por los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

Vemos pues que, al igual que en las cédulas hipotecarias, en los bonos hay responsabilidad personal de la entidad emisora y de los activos de sustitución afectos si es que existen. Se diferencian en que los bonos están garantizados por hipoteca sobre los préstamos y créditos hipotecarios que se afecten especialmente en la escritura pública de emisión, y las cédulas están garantizadas 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. Hay pues, en los bonos hipotecarios, la garantía de unos créditos hipotecarios especialmente determinados en la escritura de emisión.

Hasta la reforma operada por 41/2007, de 7 de diciembre, el artículo 13 LMH exigía que la afectación de los créditos hipotecarios a la emisión de bonos hipotecarios se hiciera constar en el Registro de la Propiedad por nota al margen de las respectivas inscripciones de las hipotecas afectadas. Aquí sí había publicidad registral y garantía real mediante una vinculación de los créditos de cobertura afectados en la escritura de emisión que podría ser calificada con más propiedad de subhipoteca, aunque con especialidades en su constitución, transmisión y extinción.

Fueron muchas las teorías sobre la naturaleza y funcionamiento de esta subhipoteca: unos autores entendían que no suponía una cesión del crédito con fines de garantía sino sólo una subrogación para el ejercicio de la hipoteca subhipotecada, de modo que el acreedor subhipotecario podría ejercer el derecho de enajenación del deudor subhipotecante, por lo que la acción no se dirigiría a enajenar la hipoteca grabada con la subhipoteca, sino simplemente a ejercitarla. Otros autores entienden que la hipoteca recae sobre el crédito hipotecario y dado que el crédito en sí no es un bien inmueble estaríamos ante una prenda de créditos y no ante una hipoteca. En fin, otros, sostienen que la subhipoteca recae sobre crédito hipotecario entendido que éste en su conjunto es un bien inmueble, por lo que aplican el régimen de la hipoteca inmobiliaria, de forma que en caso de incumplimiento de la deuda garantizada con la subhipoteca procede la enajenación forzosa del crédito hipotecario.

En todo caso, los bonos hipotecarios ofrecían una garantía más sólida que las cédulas hipotecarias. Se aportaba así un elemento especialmente relevante a favor de la calidad crediticia de los bonos; lo que podría venir bien para aquellas entidades con más dificultades a la hora de obtener refinanciación.

Como señala MADRID PARRA³³, “a veces sucede, y en este caso se ha confirmado, que lo mejor es enemigo de lo bueno. Los bonos hipotecarios no se implantaron en el mercado. Su presencia ha sido puramente testimonial. Las entidades no han hecho uso generalizado de este instrumento financiero. Al contrario, han rehuído su emisión. El motivo ha estado precisamente y de forma paradójica en lo que constituía la fortaleza de los bonos: la formalización de la garantía, el requisito de la nota marginal en el Registro de la Propiedad mediante escritura pública de cada uno de los créditos de forma individualizada. Ésta es al menos la lectura de los hechos que hace el legislador. Por eso ha procedido a modificar los requisitos para la formalización de la afectación de los créditos hipotecarios a la emisión de bonos”.

³³ MADRID PARRA, A: “Los valores hipotecarios tras la Ley 41/2007”. Derecho de los Negocios, N° 214, julio 2008, Editorial LA LEY, pág. 18.

Pero tal vez no sea ese el único motivo por el que los bonos hipotecarios no han tenido éxito. El propio legislador, en el apartado III del Preámbulo de la Ley 41/2007, así lo deja entrever al decir que "se eliminan algunas trabas administrativas que han obstaculizado el desarrollo de los bonos hipotecarios con el objetivo de conseguir un trato administrativo neutral de los bonos frente al de las cédulas hipotecarias". Ciertamente se puede considerar una traba la existencia de un determinado trámite formal. Pero, posiblemente, no sea ésta la única causa de la falta de utilización de los bonos hipotecarios. No es solo una mayor formalidad a la hora de la emisión, también la gestión financiera misma de los bonos durante su ciclo vital en relación con los flujos económicos procedentes de los créditos de cobertura puede presentar una gestión más complicada que en el caso de las cédulas hipotecarias.

En cualquier caso, lo que sí parece que ha quedado puesto de manifiesto es que a la hora de operar en los mercados, con independencia del plus que puedan añadir las garantías, de entrada, el primer factor relevante es la solvencia de la propia entidad emisora cuando se trata de valores que incorporan un derecho de crédito contra el emisor. Y a la postre todo es una cuestión de relación calidad/coste. Si el plus de calidad crediticia que se consigue no supone un abaratamiento en la colocación superior al coste del proceso de formalización de una mejor garantía, sencillamente se prescinde de ella. Señal de que, probablemente, no se trate de una sola causa es que el legislador introduce otras modificaciones en el régimen jurídico de los bonos hipotecarios. Así, por ejemplo, cambia la ratio bonos hipotecarios/ créditos de cobertura³⁴.

Como ya hemos señalado, la Ley 41/2007 respecto de los bonos hipotecarios suprime la afección registral que sustituye por un sistema de garantía semejante, pero no idéntico, al previsto para las cédulas, 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.

Aquí también se establece una hipoteca legal y tácita, esto es, sin inscripción registral, pero, a diferencia de las cédulas, en el caso de los bonos, la hipoteca sólo recaerá sobre los créditos hipotecarios que se afecten expresamente en la escritura de emisión. Al igual que con las cédulas hipotecarias, tampoco podemos hablar de plena reipersecutoriedad sin publicidad y, por tanto, no estamos nuevamente en presencia de una hipoteca *stricto sensu* sin que, por ello, le quepa la posibilidad la bonista de ejercer directamente la acción hipotecaria para enajenar los bienes inmuebles que garantizan los créditos especialmente afectos a la emisión de los bonos en los supuestos de incumplimiento de la entidad emisora o del deudor del crédito hipotecario afecto.

2.1. Límites de emisión

De acuerdo con el artículo 17.1 LMH, el valor actualizado de los bonos hipotecarios deberá ser inferior, al menos, en un 2%, al valor actualizado de los préstamos y créditos hipotecarios afectados, remitiéndose al Reglamento para determinar la forma de cálculo del valor actualizado.

De acuerdo con el número 1 de la Disposición Transitoria Única de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, en tanto no tuviera lugar este desarrollo reglamentario, las entidades no podrían emitir bonos hipotecarios por importe superior al 90% de los capitales no amortizados de los créditos afectados.

Esto ha tenido lugar mediante el RD 716/2009, de 24 de abril, de desarrollo de la Ley del Mercado Hipotecario, de acuerdo con el cual habrá que entender por valor actualizado de los bonos hipotecarios la suma de todos los flujos dinerarios descontados al presente utilizando la curva de tipos de interés de mercado relevante.

A efectos de calcular tanto este valor actualizado como el de los préstamos y créditos hipotecarios afectos a la emisión se utilizará la curva de tipos de interés de operaciones de permuta financiera en euros («euro swap curve»). Si existiesen préstamos o créditos afectos a la emisión de bonos hipotecarios denominados en monedas diferentes del euro, se utilizará para calcular su valor actualizado la curva de tipos de interés de operaciones de permuta financiera en la moneda en la que estén denominados. Los valores actualizados calculados en monedas distintas al euro, se convertirán al euro utilizando el tipo de cambio del momento del cálculo.

El vencimiento medio de los bonos hipotecarios no podrá ser superior al de los préstamos y créditos afectos.

Por otra parte, los bonos hipotecarios podrán estar respaldados hasta un límite del 10% del principal de cada emisión por los activos de sustitución antes señalados.

³⁴ MADRID PARRA, A: Ob. cit., pag. 19

2.2. Datos que deben recoger los bonos hipotecarios

De acuerdo con el artículo 15 RMH los bonos hipotecarios contendrán los datos ya señalados para las cédulas (artículo 14 RMH) y, además, los siguientes:

- a) El nombre y residencia del notario y el número de su protocolo en el que obre la escritura pública por la que se afectan los préstamos y créditos hipotecarios a la emisión de bonos hipotecarios y, aunque a diferencia del RMH de 1982 en el actual no se diga, también parece razonable que aparezca la fecha de ésta.
- b) La circunstancia de que los bonos están especialmente garantizados por la afectación de los créditos hipotecarios reseñados en la escritura de emisión y, si existen, por los activos de sustitución que se afecten en escritura pública y por los flujos financieros de lo derivados vinculados a cada emisión.
- c) La circunstancia de que la afectación recogida en la letra b) anterior no excluye la responsabilidad patrimonial universal de la entidad emisora.
- d) El domicilio del sindicato de tenedores, si se trata de una emisión en serie, y, éste se ha constituido.
- e) La fecha de inscripción de la emisión en el Registro Mercantil.

2.3. Condiciones de emisión de los bonos hipotecarios

La afectación de préstamos o créditos hipotecarios a una emisión de bonos hipotecarios se hará constar, una vez finalizado el periodo de suscripción de la emisión y antes de que se produzca el desembolso por parte de los tenedores de los bonos, en escritura pública. Dicha escritura, además de los requisitos exigidos por la legislación notarial, contendrá, al menos, las siguientes circunstancias (art. 18,2 RMH):

- a) Denominación, domicilio y fecha de constitución de la entidad emisora.
- b) Nombre, apellidos y domicilio de sus administradores.
- c) Importe y condiciones de la emisión.
- d) Fecha inicial y el plazo de suscripción de los títulos.
- e) La naturaleza, clase y características de los títulos, con referencia a cada una de las series, si hubiese varias, expresando el valor nominal de los títulos, las primas, si las hubiere, la forma y plazos de amortización del capital, los intereses que devenguen y sus vencimientos.
- f) La relación detallada de los préstamos y créditos hipotecarios que queden afectos al pago de los bonos, con indicación de sus capitales, valor actualizado en el momento de la emisión, la fecha de constitución de las hipotecas y los datos de su inscripción en el Registro de la Propiedad, así como datos suficientes para identificar los activos de sustitución vinculados a la emisión.
- g) La constitución del Sindicato de Tenedores de Bonos cuando éstos se emitan en serie y en los casos en los que ésta se produzca.

La emisión se inscribirá en la hoja del Registro Mercantil correspondiente a la entidad emisora cuando la misma estuviere sujeta a inscripción en dicho registro. Hasta la reforma de la Ley 41/2007 se exigía, igualmente, las notas de afectación en el Registro de la Propiedad de todos y cada uno de créditos hipotecarios afectados a una emisión³⁵. La exposición de motivos justifica esta reforma de la siguiente forma: "se eliminan algunas trabas administrativas que han obstaculizado el desarrollo de los bonos hipotecarios con el objetivo de conseguir un trato administrativo neutral de los bonos frente al de las cédulas hipotecarias. Para ello desaparece la necesidad de nota al margen en el Registro de la Propiedad para cada una de las hipotecas afectadas y la constitución, antes obligatoria, de un sindicato de tenedores de bonos pasa a ser potestativa".

³⁵ Habida cuenta de ese requisito de las notas de afectación en el Registro de la Propiedad, la entidad emisora podría poner en circulación los bonos hipotecarios en la cuantía correspondiente a medida que se practicasen tales notas de afectación en el Registro. No obstante, la entidad emisora podía poner en circulación los bonos hipotecarios antes de practicar en el Registro de la Propiedad las notas de afectación de los créditos hipotecarios si así se hubiera pactado en la correspondiente escritura de emisión. En este caso se recogería necesariamente en ésta, un plazo dentro del cual habría de estar practicadas las notas, durante el cual no podía el titular transmitir el bono a terceros cuyo incumplimiento por la entidad emisora facultaba a los bonistas para resolver el contrato.

La emisión de bonos, al igual que la de cédulas hipotecarias se hará constar en un registro contable especial al que haremos mención más adelante.

Bajo la responsabilidad solidaria de los administradores de la entidad emisora, los bonos hipotecarios no podrán ponerse en circulación mientras no se haya anunciado la emisión en el Boletín Oficial del Estado e inscrita la escritura en el Registro Mercantil.

2.4. Sindicato de Tenedores de Bonos

Otra de las novedades introducidas por la Ley 41/2007, es la posibilidad de constituir un Sindicato de Tenedores de Bonos (antes tenía carácter obligatorio) cuando éstos se emitan en serie, en cuyo caso la entidad emisora designará un comisario que concurra al otorgamiento de la escritura pública de emisión en nombre de los futuros tenedores de bonos. Dicha persona, cuyo nombramiento deberá ser ratificado por la Asamblea de Tenedores de Bonos, será Presidente del sindicato, y, además de las facultades que le hayan sido conferidas en la escritura de emisión o las que le atribuya la citada asamblea, tendrá la representación legal del sindicato, podrá comprobar que por la entidad se mantiene el porcentaje establecido en el artículo 17.1 LMH al que haremos mención seguidamente, y ejercitar las acciones que correspondan a aquél.

El Presidente, así como el Sindicato, en todo lo relativo a su composición, facultades y competencias, se regirán por las disposiciones del capítulo X del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (RDLeg 1564/1989, de 22 de diciembre), referente al sindicato de obligacionistas, y ello en cuanto no se oponga a las contenidas en la Ley reguladora del mercado hipotecario de 1981.

De acuerdo con el artículo 19 RMH, el Sindicato de Tenedores de Bonos podrá ejercer las siguientes funciones, si así se acuerda en el momento de su constitución:

- a) permitir a la entidad emisora posponer las hipotecas existentes a su favor en garantía de préstamos o créditos afectos a la emisión de bonos hipotecarios,
- b) permitir, mediante acuerdo, a la entidad emisora, cancelar dichas hipotecas, por causa distinta del pago del préstamo o crédito garantizado.
- c) permitir a la entidad emisora renunciar o transigir sobre ellas,
- d) permitir a la entidad emisora novar el préstamo o crédito garantizado, condonarlo en todo o en parte o prorrogarlo,
- e) impedir, en general, a la entidad emisora realizar cualquier acto que disminuya el rango, la eficacia jurídica o el valor económico de la hipoteca o del préstamo o crédito,
- f) intervenir, a través de su presidente, en caso de emisión en serie, en la escritura pública por la que se afectan los préstamos o créditos hipotecarios a la emisión de bonos,
- g) en representación de los tenedores de bonos, cerrar con la entidad emisora el convenio al que se refiere el artículo 22.1.2.º, para la extinción de la garantía o para la sustitución de uno o varios préstamos o créditos por otro u otros de igual o superior valor actual que reúnan los requisitos exigidos por el presente real decreto.

2.5. Extinción de la afectación de los créditos hipotecarios

La afectación de los créditos hipotecarios en garantía de una emisión de bonos se extinguirá por:

- 1º La amortización total o parcial de los bonos emitidos. Cuando la amortización no comprenda la totalidad de la emisión, la extinción de la afectación sólo podrá producirse respecto del crédito o créditos cuyos capitales no vencidos importen una suma igual o inferior al nominal de bonos inutilizados sin haber resultado amortizados por sorteo.

2º. El convenio entre la entidad emisora y el sindicato de tenedores de bonos, si lo hubiere en las emisiones en serie, o el tenedor del bono único para la extinción de la garantía o para la sustitución de uno o varios créditos por otro u otros de igual o superior cuantía que reúnan los requisitos para servir de cobertura a los bonos hipotecarios.

3º. La cancelación por cualquier causa de la hipoteca que garantice el crédito afectado.

Cuando se exigía la nota marginal de afectación en el Registro de la Propiedad de los créditos hipotecarios que garantizaban una emisión de bonos, la cancelación de éstos implicaba, lógicamente, la cancelación de la nota marginal.

Para cancelar la hipoteca que garantice un crédito anticipadamente reembolsado o extinguido que estuviere afectado a una emisión de bonos, será necesario que en la escritura de cancelación conste, bajo pena de falsedad en documento público, la manifestación de la entidad emisora de que en virtud del reembolso se traspasa o no el límite establecido para la emisión de bonos hipotecarios. En el primer supuesto, deberá constituirse un depósito en los términos establecidos en el artículo 60 RMH por el importe del crédito o créditos cancelables, expresando en la misma escritura el número y clave de identificación del mismo y la suma por la que se haya hecho, o los fondos en que consistiere su valor en cómputo exhibiendo ante el notario el resguardo correspondiente para su reseña en la escritura.

No será preciso este depósito cuando al otorgar la escritura de cancelación del crédito se utilicen bonos no amortizados por un importe igual o superior a los créditos que se cancelan, ni en el supuesto de que se hallen afectados otros créditos en sustitución de aquellos. En todo caso, la entidad emisora requerirá al notario para que notifique en la forma prevista en la legislación notarial, al sindicato de tenedores de bonos, si lo hubiere, o al tenedor del bono único, de la emisión a la que estuviere afectado el crédito reembolsado, la cancelación efectuada.

En esta notificación notarial y para el supuesto de haberse traspasado el límite para la emisión de bonos hipotecarios, se reseñarán los datos registrales, deudor e importe del crédito hipotecario cancelado o a cancelar, la suma anticipadamente percibida en virtud del mismo y la emisión de bonos a que estuviere afectado y según los diferentes supuestos:

- a) El número o clave de identificación del depósito y la suma por la que se haya hecho o los fondos públicos en que consistiere y su valor en conjunto.
- b) Los bonos que hayan sido reembolsados anticipadamente por adquisición o sorteo.
- c) Los datos registrales, deudor e importe de los nuevos créditos hipotecarios afectados a la emisión, así como el nombre y residencia del notario en cuyo protocolo obra la escritura de afectación de dichos créditos y la fecha de la citada escritura.

3. Normas comunes a cédulas y bonos hipotecarios

3.1. Registro contable especial

Las entidades emisoras de cédulas o bonos hipotecarios deben llevar un registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios que sirven de garantía a dichas emisiones, de los activos de sustitución que las respalden y de los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

El registro contable especial se actualizará de forma continua y constará de dos partes diferenciadas (art. 21 RMH).

- En la primera parte constará la relación de todos los préstamos y créditos hipotecarios que respaldan las cédulas hipotecarias emitidas por la entidad, con indicación expresa de si resultan o no "elegibles", esto es, si cumplen o no los requisitos para servir de cobertura a tales emisiones y con el contenido establecido en el RMH (anexo I), la relación de los activos de sustitución que respaldan cada emisión de cédulas, con indicación expresa de la emisión a que quedan

vinculados y con el contenido establecido en el RMH (anexo II), y la relación de los instrumentos financieros vinculados a cada emisión, con indicación expresa de la emisión a la que quedan vinculados y con el contenido establecido en el RMH (anexo III).

- En la segunda parte constará la relación de todos los préstamos y créditos hipotecarios que respaldan cada una de las emisiones de bonos hipotecarios realizadas por la entidad con el contenido establecido en el RMH (anexo I), la relación de los activos de sustitución que respaldan dicha emisión de bonos hipotecarios con el contenido establecido en el RMH (anexo II), y la relación de los instrumentos financieros vinculados a dicha emisión con el contenido establecido en el RMH (anexo III)⁹⁶. A estos efectos, serán necesarias tantas subdivisiones de esta segunda parte como emisiones de bonos hipotecarios vivas tenga la entidad.

El Banco de España determinará los datos esenciales de este registro contable especial que deberán incorporarse a las cuentas anuales de la entidad emisora y que incluirán, como mínimo:

- a) Los siguientes valores agregados extraídos de la primera parte del registro:
 1. El valor nominal de la totalidad de la cartera de préstamos y créditos hipotecarios pendientes;
 2. El valor nominal de la totalidad de los préstamos o créditos hipotecarios pendientes que resultan aptos para la cobertura de emisiones de títulos hipotecarios; y,
 3. El valor nominal de los activos de sustitución afectos a cada una de las emisiones de cédulas hipotecarias y su desglose, según su naturaleza.
- b) Los siguientes valores agregados extraídos de la segunda parte del registro y calculados para cada una de las emisiones de bonos hipotecarios de la entidad:
 1. El valor nominal y el valor actualizado de la totalidad de la cartera de préstamos y créditos hipotecarios que cubren la emisión de bonos;
 2. El valor nominal y el valor actualizado de la totalidad de los bonos hipotecarios vivos de la emisión; y,
 3. El valor nominal de la totalidad de los activos de sustitución afectos a la emisión de bonos hipotecarios y su desglose, según su naturaleza.
- c) Los valores nominales agregados de los títulos del mercado hipotecario de cada clase vivos emitidos por la entidad, con indicación expresa de si lo han sido mediante oferta pública.

Además las entidades emisoras de cédulas o bonos hipotecarios deberán incluir una nota específica en su memoria anual de actividades que se refiera a los datos mencionados en el apartado anterior. Dicha nota incluirá, adicionalmente, una manifestación expresa del Consejo de Administración u órgano equivalente de la entidad de crédito, relativa a la existencia de políticas y procedimientos expresos en relación con sus actividades en el mercado hipotecario y por la que dicho órgano se haga responsable del cumplimiento de la normativa del mercado hipotecario.

3.2. Restablecimiento de los límites de emisión

Los porcentajes límite de emisión de cédulas y bonos hipotecarios no podrán superarse en ningún momento. No obstante, si el límite se traspasa por incrementos en las amortizaciones de los préstamos y créditos afectos, o por cualquier otra causa sobrevenida, la entidad emisora deberá restablecer el equilibrio mediante las siguientes actuaciones:

- a) Depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España.

Este depósito deberá realizarse en un plazo máximo de diez días hábiles a partir del siguiente a aquel en que se hubiese producido el desequilibrio, siempre que en el citado plazo no se hubiera restablecido y quedará especialmente afectado por ministerio de la ley, en concepto de prenda, al reembolso del capital de las cédulas y bonos, deducido el importe de las primas de

⁹⁶ El Banco de España podrá aclarar las definiciones de los conceptos contenidos en los anexos y realizar adaptaciones de orden técnico al registro contable especial.

cualquier clase que sean. Si devengare intereses o productos, su importe quedará igualmente afectado al pago de intereses de dichas cédulas y bonos y, si hubiere sobrante, al de las primas de reembolso.

De dicho depósito, como de sus intereses o productos, no podrá disponer la entidad emisora de las cédulas o bonos en el plazo de cuatro meses desde la constitución. La disposición tendrá el exclusivo objeto de reembolsar anticipadamente bonos y cédulas, otorgar nuevos préstamos o créditos "elegibles", adquirir participaciones hipotecarias o pagar a su vencimiento los intereses o capitales de las cédulas o bonos en circulación que venzan dentro del indicado plazo.

- b) Adquisición de cédulas y bonos de la propia entidad emisora en el mercado según corresponda.

Las cédulas y bonos adquiridos podrán ponerse de nuevo en circulación dentro de los límites señalados. En caso de concurso, las cédulas o bonos adquiridos en el mercado quedarán automáticamente amortizados.

- c) Otorgamiento de nuevos préstamos o créditos hipotecarios o adquisición de participaciones hipotecarias, "elegibles" para el cómputo del límite de emisión de las cédulas. Asimismo, se podrán suscribir avales bancarios o seguros de crédito, con la finalidad de que los préstamos o créditos que hubiesen perdido su condición de elegibles para el citado cómputo del límite de emisión de cédulas, la recuperen.
- d) Afectación al pago de los bonos hipotecarios, mediante una nueva escritura pública, de nuevos préstamos o créditos hipotecarios elegibles para servirles de cobertura.
- e) Afectación al pago de las cédulas o los bonos hipotecarios de nuevos activos de sustitución, siempre que con ello no se superen los límites establecidos en el segundo párrafo del artículo 16 para las cédulas y en el artículo 17.1 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, para los bonos hipotecarios.
- f) Amortización de cédulas y bonos por el importe necesario para restablecer el equilibrio. Esta amortización, si fuera necesario, será anticipada.

En todo caso, en un plazo máximo de cuatro meses deberán, mediante cualquiera de las actuaciones recogidas en los apartados c), d), e) y f) restablecerse las proporciones ya conocidas para las emisiones de cédulas y de bonos hipotecarios.

El Banco de España podrá, excepcionalmente, autorizar la variación de los períodos transitorios necesarios para conseguir el ajuste a los límites de emisión, o la disposición de los fondos depositados.

3.3. Derivados vinculados a la emisión

Los instrumentos financieros derivados vinculados a una emisión de cédulas o bonos hipotecarios deben cumplir los requisitos siguientes:

- a) Serán operaciones de permuta de tipos de interés o divisa, u otros instrumentos financieros derivados que tengan por objetivo cubrir del riesgo de tipo de interés o de tipo de cambio incurrido con la emisión.
- b) Los contratos deberán especificar que el derecho de la entidad de crédito emisora al valor positivo, si existe, del contrato de instrumento financiero derivado no se verá perjudicado porque dicha entidad sea declarada en concurso. Del mismo modo, se entenderá cumplido este requisito cuando el concurso de la entidad emisora no suponga la terminación del contrato de instrumento financiero derivado.
- c) Las contrapartes de los contratos de derivado deberán tener una calificación crediticia mínima A1, A+ o asimilados de una agencia especializada en calificación de riesgos de reconocido prestigio.

4. Garantías de recuperación de las cédulas y bonos hipotecarios

Con carácter general podemos señalar que para garantizar las cédulas y los bonos hipotecarios se pretende establecer una conexión jurídica entre dos masas patrimoniales: la integrada por el conjunto de préstamos y créditos hipotecarios de los que es titular la entidad emisora y, de otro lado, la representada por los créditos incorporados a los valores emitidos. Esta vinculación puede obtenerse de forma individual o genérica. La primera supondría conectar cada uno de los préstamos y créditos hipotecarios de cobertura con uno o varios valores concretos, perfectamente identificados por su número y serie de emisión. Este sistema sería el más perfecto pero sus dificultades operativas lo hacen inviable en la práctica.

A su vez, la conexión genérica podría conseguirse, bien mediante la conexión de cada crédito hipotecario con un conjunto de valores que formen una emisión, o bien limitándose a establecer una conexión de dos masas patrimoniales o de valor, la de los valores emitidos y la de los créditos que le sirven de cobertura. De esta forma, el conjunto de créditos hipotecarios de cobertura pasan a constituir un patrimonio afecto o adscrito de forma preferente a la responsabilidad del pago de los valores hipotecarios, sin perjuicio, en caso de insuficiencia de dicho patrimonio, de la responsabilidad patrimonial universal de la entidad emisora. En ambos casos la solvencia del patrimonio de cobertura se trata de garantizar limitando el volumen de valores en circulación en función del valor de este patrimonio en los términos ya conocidos (arts. 16 y 17 LMH). Para tratar de garantizar la segregación de los créditos afectos respecto a los restantes que componen la cartera de las entidades emisoras, como ya hemos señalado anteriormente, la Ley 41/2007 ha creado un registro contable especial en el que, además se distinguirá entre créditos aptos para servir de cobertura y los no aptos.

Aunque la legislación española habla de títulos hipotecarios que se dicen garantizados con los créditos hipotecarios existentes a favor de la entidad emisora, lo cierto es que el verdadero objetivo de esta normativa es establecer un equilibrio entre el importe de los valores emitidos y los activos hipotecarios constituidos a favor de la entidad emisora que les sirve de garantía. Esto hace pensar que el legislador español ha querido crear un patrimonio separado con un conjunto de créditos hipotecarios que funcione de forma unitaria y separada del patrimonio personal de la entidad emisora con un destino o fin específico que es el de servir de garantía a las cédulas y bonos emitidos. Se trata de un patrimonio abierto a través de la fórmula de la subrogación real, suscribiendo los créditos hipotecarios que se extingan o cancelen por los que se constituyan con posterioridad a la emisión. En definitiva, la garantía se proyecta sobre créditos hipotecarios que, en unos casos no existen todavía al tiempo de realizarse la emisión y que, en otros, se habrán extinguido o cancelado cuando venza el plazo de la emisión y sea exigible su reembolso. Cabe concluir que el tenedor de los valores no tiene acción directa sobre el bien o derecho que se dice que lo garantiza, ni tiene posibilidad de subrogarse en la posición de la entidad emisora del valor y acreedora del crédito hipotecario para ejercitar las acciones personales o reales que a ella le corresponden.

Entrando en las garantías concretas, de acuerdo con el art. 14 LMH, las cédulas y bonos hipotecarios incorporan el derecho de crédito de su tenedor frente a la entidad emisora, garantizado en la forma que disponen los artículos 12 y 13, que seguidamente diremos, y llevarán aparejada ejecución para reclamar del emisor el pago, después de su vencimiento. Las cédulas y bonos son, pues, títulos ejecutivos, por lo que se benefician de las disposiciones sobre ejecución dineraria forzosa recogidas en los artículos 571 y siguientes de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

En ambos casos hay responsabilidad personal de la propia sociedad emisora y también están especialmente afectos los activos de sustitución determinados en la emisión así como los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

Por su parte, en el caso de las cédulas hipotecarias, 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. Esto últimos están garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre los préstamos y créditos hipotecarios que se afecten en escritura pública. Se puede decir que el privilegio de las cédulas es más extenso que el de los bonos, ya que el de éstos se limita a los créditos afectos a la emisión, pero el privilegio de los bonos es más intenso ya que prevalece respecto a los créditos afectos frente a las cédulas³⁷.

³⁷ DÍAZ FRAILE, J.Mª: ob.cit., pág. 186.

Los tenedores de los referidos títulos tendrán el carácter de acreedores con la preferencia especial que señala el número 3.º del artículo 1.923 del Código Civil frente a cualesquiera otros acreedores, con relación a la totalidad de los préstamos y créditos hipotecarios inscritos a favor del emisor cuando se trate de cédulas, salvo los que sirvan de cobertura a los bonos, y con relación a los préstamos y créditos hipotecarios afectados cuando se trate de bonos y, en ambos casos, con relación a los activos de sustitución y a los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a las emisiones, si estos existen.

Los tenedores de los bonos de una emisión tendrán prelación sobre los tenedores de las cédulas cuando concurren sobre un préstamo o crédito afectado a dicha emisión. Todos los tenedores de cédulas, cualquiera que fuese su fecha de emisión, tendrán la misma prelación sobre los préstamos y créditos que las garantizan y, si existen, sobre los activos de sustitución y sobre los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a las emisiones.

4.1. Situación concursal del emisor

Uno de los aspectos de mayor trascendencia para la garantía de los tenedores de cédulas y bonos hipotecarios es la posible situación concursal del emisor. En el Derecho español se les reconoce un crédito privilegiado frente al concursado como veremos seguidamente. Con estas normas se pretende "evitar la inestabilidad del sistema del mercado financiero permitiendo que determinadas operaciones ganen seguridad jurídica una vez realizadas y a pesar de la declaración de concurso de dichas entidades y con el fin de tutelar la estabilidad del sistema financiero para evitar los posibles riesgos sistémicos derivados de la insolvencia de una o varias entidades"³⁸.

Por otra parte, habida cuenta que las entidades emisoras son entidades de crédito, estas normas también se enmarcan en la normativa tanto española como comunitaria de saneamiento y liquidación de entidades de crédito. En efecto, de acuerdo con la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito (que traspone a nuestro Derecho interno la Directiva 2001/24/CE del Parlamento y el Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito) y, concretamente, con lo dispuesto en su art. 8.2, "la adopción de medidas de saneamiento o la incoación de procedimientos de liquidación no afectará:

A los derechos reales de los acreedores o de terceros sobre bienes materiales o inmateriales, muebles o inmuebles, de cualquier clase pertenecientes a la entidad de crédito, comprendidos los conjuntos de activos indeterminados cuya composición pueda variar en el tiempo, y que en el momento de la adopción de las referidas medidas o incoación de procedimientos se encuentren en el territorio de otro Estado miembro. Los derechos anteriores comprenderán:

- Los derechos a poder ser pagados con el producto de la enajenación o con los rendimientos de un bien, en particular en virtud de prenda o hipoteca.
- Los derechos exclusivos a cobrar un crédito, en particular los garantizados por una prenda de la que sea objeto el crédito o por la cesión de dicho crédito a título de garantía.
- Los derechos a reivindicar el bien y reclamar su restitución a cualquiera que lo posea o utilice en contra de la voluntad de su titular.
- Los derechos reales a percibir los frutos de un bien.

Se asimilará a un derecho real el derecho, inscrito en un registro público y oponible frente a terceros, que permita obtener un derecho real en los términos establecidos anteriormente".

A tenor de lo dispuesto en el art. 14 LMH³⁹, en caso de concurso del emisor⁴⁰, los tenedores de cédulas y bonos hipotecarios gozarán del privilegio especial establecido en el número 1º del apartado 1 del artículo 90 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Dicho precepto establece que "los créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda sin desplazamiento, tienen privilegio especial sobre los bienes hipotecados o pignorados". Este privilegio supone, de conformidad al art. 12 LMH, para las cédulas hipotecarias, que los créditos están garantizados 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. Para los bonos hipotecarios, el art. 13 establece, sin necesidad de inscripción, la especial garantía por hipoteca sobre los préstamos y créditos hipotecarios. Hipoteca, por tanto, sobre

³⁸ SANJUÁN Y MUÑOZ, E: "Cédulas y bonos en situaciones concursales". Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal nº 9. La Ley, segundo semestre 2008, pág. 1

dichos préstamos y créditos concedidos con garantía hipotecaria a un tercero y debidamente anotados en el registro de dicha entidad.

Sin perjuicio de lo anterior, se atenderán durante el concurso, y como créditos que forman parte de la masa pasiva, 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 (de acuerdo con el número 7.º del apartado 2 del artículo 84 de la Ley Concursal).

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.

Supone dicha regla, de acuerdo con SANJUÁN Y MUÑOZ (ob. cit., pág. 8 y ss.) una enajenación y gravamen de activos pertenecientes a la masa del concurso que no puede sustraerse a las reglas previstas en los arts. 43, 44 y 155 de la Ley Concursal y a la autorización prevista en el art. 188 del mismo cuerpo legal. Se trata en definitiva de la venta de activos (de inversión conservadora) que cubren un porcentaje del riesgo de la emisión. Nos resulta difícil conciliar la posición de iliquidez con la de financiación que pretende la norma cuando prevé que el financiador se subroga en la posición de los tenedores una vez que se paga a estos, dentro del concurso. El financiador no aparecerá en el concurso sin la existencia de una garantía de cobro de las cantidades aportadas. Lo que parece pretender la norma es que se adelante el pago, con la aparición de éste, para que se espere el momento en que se produzca la adecuación temporal que ha dado lugar, en cuanto a desfase, a que los tenedores no cobren y que, una vez llegado este momento, el financiador cobre de las cantidades percibidas por los ingresos recibidos por el concursado de los obligados por los préstamos y créditos hipotecarios. Se consolida así un "mandato de pago" a toda costa a los tenedores como la mayor garantía concedida hasta ahora en supuestos de dichos instrumentos financieros frente a cualquier otro.

En caso de que hubiera de procederse a la enajenación de las garantías afectas a la emisión de cédulas y bonos hipotecarios (lo que tendrá lugar conforme a lo señalado en el número 3 del artículo 155 de la Ley Concursal³⁹), el pago a todos los titulares de cédulas emitidas por el emisor se efectuará a prorrata, independientemente de las fechas de emisión de sus títulos. Si un mismo crédito estuviere afecto al pago de cédulas y a una emisión de bonos se pagará primero a los titulares de los bonos.

En la tramitación parlamentaria de este precepto se quiso ver, en relación a la nueva redacción del art. 12, una contradicción por cuanto éste recoge que constituyen la cartera que garantiza la emisión de las cédulas hipotecarias todas las hipotecas que en cualquier tiempo consten inscritas a favor de la entidad emisora y no estén afectas a la emisión de bonos hipotecarios, conllevando ello el hecho de que no era posible esta concurrencia de que hablaba la norma. Sin embargo parece posible esta convivencia siempre que se respete el hecho de que la emisión de cédulas no podrá incorporar en su cartera de garantía aquellos que garanticen los bonos hipotecarios, no impidiéndose, por otro lado, que posteriormente se garanticen emisiones de bonos con los mismos instrumentos. Aunque la emisión de bonos con garantías que cubren emisiones de cédulas puede plantear problemas obligacionales lo cierto es que este parece ser el orden que prevé el citado precepto y por ello se mantuvo la redacción de ambos textos. Sin embargo y a los efectos de pago se altera el mismo de dos formas: En primer lugar y aunque constituidos posteriormente se ordena el pago de las cantidades derivadas de la emisión de bonos. En segundo lugar, se suprime cualquier preferencia temporal en cuanto a la emisión de cédulas pasando a cobrarse a prorrata sea cual sea la fecha de emisión de las series de cédulas que vengan garantizadas con dicha cartera.

³⁹ Estamos ante una norma «paraconcursal», normas que pueden ser definidas, desde el punto de vista mercantil, como «aquellas instituciones jurídicas que tratan de resolver los problemas concursales con soluciones que no se corresponden con la economía de mercado» y que pueden comprender tanto ayudas de los poderes públicos, medidas de carácter liquidativo específicas para determinados sectores (financieros, públicos), intervención de empresas, normas de contratación pública para los particulares privados que incurran en situaciones de insolvencia y similares. El alcance es, por tanto, subjetivo y objetivo, en cuanto se refiere a determinados operadores como en cuanto a los contratos u operaciones en que intervienen éstos bien sea en su totalidad o en algunos de ellos particularmente. La finalidad de dichas excepciones al régimen común puede localizarse tanto en criterios públicos o colectivos como de seguridad, de fomento, preventivas o de coyunturalidad. La paraconcursabilidad no se refiere solo a los acreedores sino también al concursado, a los contratos u operaciones afectados, a las medidas preventivas y por tanto al sistema, a las instituciones y a los intervinientes, a todos, algunos de ellos o uno en particular (SANJUÁN Y MUÑOZ, E: ob. cit., pág. 2).

⁴⁰ A tenor del art. 21 de la Ley Concursal, la declaración de concurso deberá notificarse, en el mismo día de su fecha, al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al gestor de los sistemas a los que pertenezca la entidad afectada, en los términos previstos en la legislación especial a que se refiere la disposición adicional segunda. La razón de ser del precepto está en lo dispuesto en su art. 21.2 ("el auto producirá sus efectos de inmediato, abrirá la fase común de tramitación del concurso... y será ejecutivo aunque no sea firme").

⁴¹ "Cuando haya de procederse dentro del concurso, incluso antes de la fase de liquidación, a la enajenación de bienes y derechos afectos a créditos con privilegio especial, el juez, a solicitud de la administración concursal y previa audiencia de los interesados, podrá autorizarla con subsistencia del gravamen y con subrogación del adquirente en la obligación del deudor, que quedará excluida de la masa pasiva. De no autorizarla en estos términos, el precio obtenido en la enajenación se destinará al pago del crédito con privilegio especial y, de quedar remanente, al pago de los demás créditos".

5. Participaciones hipotecarias

Las Entidades emisoras de títulos hipotecarios pueden hacer participar a terceros en todo o en parte de uno o varios préstamos y créditos hipotecarios de su cartera, mediante la emisión de valores denominados participaciones hipotecarias. No serán susceptibles de participación los préstamos y créditos hipotecarios que sirvan de garantía a la emisión de bonos hipotecarios.

Dicha participación podrá realizarse al comienzo o a lo largo de la vida del préstamo o crédito concedido. Pero el plazo de la participación no podrá ser superior al que reste por transcurrir para el vencimiento del crédito hipotecario ni el interés superior al establecido para éste.

La parte de créditos cedida en participaciones hipotecarias no se computará dentro de la cifra de capitales en riesgo.

El valor capital de la participación hipotecaria podrá concertarse libremente entre las partes en cualquier momento a lo largo de la vida del préstamo o crédito, si bien, como ya se ha señalado, el plazo por el que se emite la participación y su tipo de interés no podrán ser superiores al plazo y tipo de interés de los préstamos hipotecarios que participan.

La participación incorpora un porcentaje sobre el principal del préstamo o crédito participado, porcentaje que será aplicable en cada momento para determinar el alcance económico del derecho de su titular. Confiere a su titular los derechos que se establecen en la Ley y los que se expresen en aquélla y que son, básicamente, la percepción de un interés sobre el valor de la participación y el reembolso de su importe. No obstante, el emisor conservará la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo y vendrá obligado a realizar cuantos actos sean necesarios para la efectividad y buen fin del mismo, abonando a los partícipes, incluso en caso de pago anticipado, el porcentaje que les corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses de acuerdo con las condiciones de la emisión. En el supuesto de que el préstamo o crédito participado fuera reembolsado anticipadamente, la Entidad emisora deberá reembolsar la participación.

Las Entidades emisoras podrán asegurar, además, el pago del principal e intereses de la participación mediante la contratación de un seguro a favor del partícipe para la cobertura del principal e intereses, siendo a cargo de la propia emisora.

5.1. Emisión

Las participaciones hipotecarias podrán estar representadas por títulos nominativos o por anotaciones en cuenta. En todo caso, cada valor se referirá a una participación en un determinado préstamo o crédito hipotecario.

La emisión de varias participaciones de un mismo préstamo o crédito podrá realizarse simultánea o sucesivamente, y en ambos casos, al comienzo o durante el plazo de vigencia del préstamo.

Cuando el titular de la participación sea una Entidad autorizada para emitir cédulas hipotecarias, la porción del crédito hipotecario incorporada a la participación se incluirá en la base de cómputo para el cálculo del límite de emisión de las mismas (80% de los capitales no amortizados de préstamos y créditos aptos para la cobertura deducido el importe de los afectados a bonos hipotecarios), siempre que el crédito participado resulte apto a efectos de cobertura y la porción participada del mismo no sea computable como activo de riesgo para la entidad emisora. Esto último tiene lugar cuando la participación se emita por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del crédito y no exista pacto de recompra. En este supuesto el emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.

5.2. Prohibiciones

Los préstamos y créditos hipotecarios que garanticen la emisión de bonos hipotecarios no podrán ser objeto de participaciones hipotecarias.

Las Entidades con capacidad para emitir cédulas hipotecarias no podrán hacer participar en los créditos hipotecarios de su cartera ni transmitir participaciones que hayan adquirido, cuando por efecto de dichas transmisiones hubiera de resultar superado el límite del 80% antes visto para la emisión de cédulas hipotecarias.

5.3. Menciones mínimas del título o escritura

De acuerdo con lo establecido en el art. 29 RMH, los títulos de las participaciones hipotecarias serán nominativos y en ellos constará, como mínimo:

1. Su designación específica y la indicación de su Ley reguladora, así como, las posibles limitaciones a su circulación.
2. El capital inicial del crédito participado, su plazo y forma de amortización, los intereses que devengue y sus vencimientos, así como los datos de su inscripción en el Registro de la Propiedad.
3. El porcentaje que la participación incorpora sobre el crédito hipotecario, el plazo y forma de reembolso de aquélla, los intereses que devengue, sus vencimientos, intereses de demora, en su caso, pactados y las demás condiciones de la participación.
4. Las circunstancias personales y el domicilio del partícipe o partícipes.
5. La obligación, a cargo de los sucesivos titulares de la participación, de notificar su adquisición a la Entidad emisora, así como su domicilio.
6. Los datos identificadores de la Entidad emisora, el sello de la misma, y la firma autógrafa de, al menos, uno de sus apoderados con poder de disposición sobre bienes inmuebles.

Cuando la suscripción y tenencia de las participaciones no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, se emitirán en escritura pública, de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad, al margen de la inscripción de la hipoteca correspondiente. Practicada la nota marginal, los terceros que adquieran algún derecho sobre el crédito hipotecario lo harán con la carga del pago y de la participación y de sus intereses.

Cuando las participaciones hipotecarias estén representadas por medio de anotaciones en cuenta se harán constar, en todo caso, en la escritura pública a que se refiere el artículo 6.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, aquellos de los datos mencionados en el apartado 1 anterior que resulten compatibles con tal forma de representación.

5.4. Transmisión de las participaciones hipotecarias

Las participaciones hipotecarias son 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 78.bis de la Ley del Mercado de Valores), pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, su transmisión se formalizará 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 transmitente no responderá de la solvencia de la Entidad emisora ni de la del deudor del crédito participado, como tampoco de la suficiencia de la hipoteca que lo garantice.

La Entidad emisora llevará un libro especial en el que anotará las participaciones emitidas sobre cada crédito, así como las transferencias de las mismas que se le notifiquen y los cambios de domicilio que le hayan sido notificados por los titulares de las participaciones.

En dicho libro constarán además los siguientes datos:

- a) Fecha de apertura y vencimiento del préstamo o crédito, importe inicial del mismo y forma de liquidación.
- b) Datos registrales de la hipoteca.

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.

5.5. Extinción de las participaciones hipotecarias

Extinguido el préstamo o crédito hipotecario participado, el titular de las participaciones conservará acción contra el emisor hasta el cumplimiento de sus obligaciones, en cuyo momento procederá su rescate. Las participaciones hipotecarias se extinguirán por amortización o por inutilización de las que por cualquier causa obren en poder y posesión legítima de la Entidad emisora.

En su caso, al extenderse el asiento de cancelación del préstamo o crédito hipotecario participado, para lo que bastará el pago al acreedor hipotecario o cualquier otra causa legal, se cancelará de oficio la nota marginal de emisión de participaciones.

El acta notarial de amortización o inutilización del título de participación en poder de la Entidad emisora será título para la cancelación de la afección, bien total, bien parcial, respecto de los amortizados o inutilizados.

5.6. Garantías de las participaciones hipotecarias

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

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

Si el incumplimiento fuera consecuencia de la falta de pago del deudor, el titular o titulares de las participaciones tendrán las siguientes facultades:

- a) Compeler a la Entidad emisora para que inste la ejecución hipotecaria.
- b) Concurrir en igualdad de derechos con el emisor, en la ejecución que éste siga contra el deudor, personándose a tal efecto en cualquier procedimiento de ejecución instado por aquél y participar en el producto del remate a prorrata de su respectivo porcentaje en el crédito ejecutado y sin perjuicio de que la Entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado en el préstamo y el acordado en la participación, cuando éste fuera inferior.
- c) Si aquélla no inicia el procedimiento dentro de los sesenta días naturales desde la diligencia notarial de requerimiento de pago de la deuda, el titular de la participación quedará legitimado subsidiariamente para ejercitar la acción hipotecaria del crédito participado en la cuantía correspondiente al porcentaje de su participación, tanto por principal como por intereses.

En este supuesto quedarán subsistentes la parte del crédito no participado y las participaciones no ejecutadas como cargas preferentes, entendiéndose que el rematante las acepta y queda subrogado en la responsabilidad de las mismas, sin destinarse a su pago y extinción el precio del remate.

- d) En caso de paralización del procedimiento seguido por la Entidad emisora, el partícipe podrá subrogarse en la posición de aquélla y continuar el procedimiento.

En los casos previstos en las letras c) y d), el titular de la participación podrá instar del Juez competente la incoación o continuación del correspondiente procedimiento de ejecución hipotecaria, acompañando a su demanda el título original de la participación, el requerimiento notarial y certificación registral de inscripción y subsistencia de la hipoteca. Al expedirse esta certificación se hará constar en el Registro, mediante nota marginal, que se ha expedido la certificación registral y se indicará su fecha y la identidad del solicitante. Estas circunstancias se harán constar en la certificación expedida.

5.7. Situación concursal de la entidad emisora

“En caso de concurso de la entidad emisora de la participación hipotecaria, el negocio de emisión de la participación sólo será impugnabile en los términos del artículo 10, y, en consecuencia, el titular de aquella participación gozará de derecho absoluto de separación” (art. 15, párr. 7º LMH).

Se establece así un régimen mucho más restrictivo que el general contenido en la Ley Concursal. Según el art. 71 de la misma basta con que haya perjuicio para la masa activa, sin necesidad de fraude. La LMH requiere la demostración de la existencia de fraude. Con carácter general, el art. 71 de la Ley Concursal limita la posibilidad de rescisión a los actos celebrados por el deudor en el plazo de los dos años anteriores a la declaración del concurso. En realidad, por esta vía de la remisión al art. 71 de la Ley Concursal y la exigencia de existencia de fraude, la LMH está refundiendo de manera restrictiva el supuesto de hecho de la Ley Concursal y el de la acción pauliana contemplada en el art. 1.111 del Código civil. Éste condiciona el ejercicio de la acción pauliana a la existencia de fraude, pero no establece un período de tiempo. Sin embargo, la Ley Concursal no requiere que haya habido fraude, pero sí limita la acción impugnatoria para rescindir los actos perjudiciales a la masa activa a un período de dos años.

Con independencia de que se pueda propugnar el ejercicio de la acción pauliana en adición a la acción rescisoria del art. 71.1 de la Ley Concursal, la finalidad proteccionista del mercado hipotecario que guía a la LMH ha de llevar a una interpretación restrictiva de la norma especial del art. 10 de esta Ley. Parece que sólo se admita la rescisión o impugnación al amparo del art. 71 de la Ley Concursal, excluyendo la impugnación ex art. 1.111 del CC que no contiene la limitación temporal de dos años; pero el hecho es que propio apartado 6 del art. 71 admite el ejercicio de cualquier acción de impugnación al que se pueda tener derecho. En todo caso el art. 10 LMH sólo reconoce legitimación activa a la administración concursal, mientras que el art. 72.1 de la Ley Concursal, en relación con el 71, llega a admitir la legitimación de los acreedores. Lo cierto es que, en relación con el régimen general de la Ley Concursal, la LMH contiene un régimen especialmente tuitivo del mercado hipotecario, favoreciendo a las entidades de crédito participantes en dicho mercado cuando concurren en un concurso como tales acreedores hipotecarios.

Este tratamiento privilegiado se da no solo a la hipoteca inscrita, sino también a las participaciones hipotecarias mediante las cuales se ha cedido una parte de un crédito hipotecario. Ahora bien, el texto del apartado séptimo del art. 15 de la LMH contiene dos diferencias fundamentales respecto del dado al art. 10:

- a) En el supuesto de hecho, la situación de concurso no es del deudor hipotecario, *rectius* hipotecante, sino de la propia entidad emisora de la participación hipotecaria, de manera que no se trata de los efectos del concurso sobre el origen del crédito hipotecario (constitución de la hipoteca), sino sobre el negocio de emisión de la participación. Es a este supuesto al que el legislador extiende el criterio conservador -del negocio- y tuitivo del art. 10 visto. No basta con que exista perjuicio para los acreedores de la entidad de crédito emisora en concurso (cosa que siempre supondrá el mero hecho de la emisión de una participación hipotecaria si el efectivo recibido como contrapartida se ha «difuminado»), es necesario que la administración judicial demuestre la efectiva existencia de fraude.
- b) Como ya se indicó, el párrafo 7.º del art. 15 LMH reconoce el régimen especialmente favorable del que gozan los titulares de las participaciones hipotecarias en caso de concurso de la entidad emisora. Reconoce el derecho de separación absoluto de los partícipes. Pero no parece correcta la dicción del texto legal cuando dice “y, en consecuencia” el partícipe gozará de ese derecho

de separación. No es consecuencia del régimen restrictivo y privilegiado en relación con la aplicación de la rescisoria concursal. Es consecuencia de la propia naturaleza de la participación hipotecaria, que instrumenta una verdadera cesión de crédito, pasando titularidad y riesgo de la parte transmitida del emisor al partícipe. Si se demuestra la existencia de fraude y se anula el negocio de emisión, en aplicación del art. 10 LMH, "en consecuencia" no existirá derecho de separación alguno. El último inciso, pues, del art. 15 LMH lo único que está haciendo es aplicar la previsión del art. 80.1 de la Ley Concursal. El legislador reconoce la naturaleza de las participaciones hipotecarias, en cuando que efectivamente constituyen una cesión de crédito, y aplica la regla general de la Ley Concursal: "Los bienes de propiedad ajena que se encuentren en poder del concursado y sobre los cuales éste no tenga derecho de uso, garantía o retención serán entregados por la administración concursal a sus legítimos titulares, a solicitud de éstos". La entidad emisora solo tiene encomendada la gestión del crédito hipotecario cedido mediante participaciones hipotecarias.

6. Certificados de Transmisión de Hipoteca (CTH)

Los certificados de transmisión de hipoteca son participaciones hipotecarias en préstamos y créditos hipotecarios que no reúnen todos los requisitos exigidos por la Ley del Mercado Hipotecario y que están destinadas a su colocación entre inversores cualificados o a su agrupación en fondos de titulización de activos. A estos certificados les son de aplicación las normas que la LMH contiene para las participaciones hipotecarias (disp. final 1.ª Ley 41/2007, que da nueva redacción al párrafo tercero del apartado dos de la disp. adic. 5.ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero).

Estos instrumentos financieros fueron introducidos en nuestro ordenamiento jurídico por el art. 18 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que dispuso la siguiente adición al apartado 2 de la disposición adicional 5ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril:

«Las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulización de activos podrán corresponder a préstamos y créditos que no reúnan los requisitos establecidos en la Sección 2ª 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"».

El art. 3.1.I del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, los califica como valores negociables.

Cuando el legislador ha admitido la posibilidad general de refinanciación de los derechos de crédito mediante su titulización (art. 2.1.a RD 926/1998), no tenía sentido que quedasen excluidos los préstamos y créditos hipotecarios que no reunieran las condiciones establecidas en la LMH para su movilización a través de la emisión de valores hipotecarios. De ahí que la llamada Ley financiera (Ley 44/2002) reconociese que pueden ser refinanciados a través de un fondo de titulización de activos, como cualquier otro crédito. Cuestión distinta será la calificación que se obtenga en función de las características de los créditos. Pero esta es ya una cuestión general de rating, al que han de someterse todos los fondos de titulización de activos (art. 2.3 b del RD 926/1998).

Ahora bien, en 2002 el legislador creó la nueva figura, pero lo hizo sobre la base de las existentes participaciones hipotecarias. En el texto legal daba la impresión de que se introducía una excepción a lo dispuesto en el art. 5.4 de la Ley 19/1992, según el cual las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulización habían de corresponder a préstamos (rectius créditos) que reunieran los requisitos establecidos en la Sección Segunda de la LMH. Parecía que el legislador creaba una «subclase» de participaciones hipotecarias en créditos de segundo nivel.

Con la nueva redacción que da la Ley 41/2007 se deja claro que son dos instrumentos financieros distintos: uno, la participación hipotecaria, y otro, el certificado de transmisión de hipoteca; si bien el

régimen jurídico aplicable a éste es el de aquélla, con la única diferencia de una característica, esto es, que el préstamo o crédito hipotecario participado no reúne todos los requisitos exigidos por la LMH para servir de cobertura para la emisión de valores hipotecarios.

Pero había otra limitación: los certificados de transmisión de hipoteca solo podían estar destinados a su integración en un fondo de titulización. La Ley 41/2007 amplía su campo de destino. Lo hace utilizando la misma terminología del art. 15 de la LMH a propósito de las participaciones hipotecarias. Así, las entidades pueden hacer participar a terceros en todo o en parte de uno o varios créditos hipotecarios. En concreto especifica dos concretos destinos: uno, el ya señalado de su agrupación en fondos de titulización de activos; el otro, su colocación entre inversores cualificados. La indicación de estos dos concretos destinos parece ir en la dirección de acotar o delimitar la formulación inicial genérica de la posibilidad de emitir certificados de transmisión de hipoteca, al menos en lo que pudiera ser la colocación en masa de estos valores, que tendría que hacerse mediante su titulización o entre inversores cualificados, de forma que la colocación directa y masiva entre el público quedaría excluida.

Con las salvedades indicadas, pues, los certificados de transmisión de hipoteca tienen la misma naturaleza que las participaciones hipotecarias (instrumentan la cesión de un crédito hipotecario, por lo que, desde este punto de vista, son participaciones hipotecarias), pero, a efectos de clarificación en el mercado, el legislador les da nombre propio diferenciado de las participaciones hipotecarias, que, junto con las cédulas y bonos hipotecarios, integran las modalidades de valores hipotecarios.

Como señala MUNUERA CEBRIÁN⁴², la Ley 41/2007 ha puesto fin a una cuestión hasta ahora controvertida, respecto de la posibilidad de suscripción de los CTH por inversores distintos de los Fondos de Titulización de Activos. La controversia venía impuesta por la redacción del artículo 18 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Reforma del Mercado Financiero, que establecía: "las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulización de activos podrán corresponder a préstamos y créditos que no reúnan los requisitos establecidos en la Sección 2.a 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". Esta redacción se ha venido interpretando en el sentido de que los certificados de transmisión de hipoteca únicamente podría ser suscritos por Fondos de Titulización de Activos y no por otros inversores cualificados, tal y como la Ley permite para las participaciones hipotecarias.

A este respecto, el texto propuesto por el Anteproyecto de la Ley de Reforma del Mercado Hipotecario, establecía que los Certificados de Transmisión de Hipoteca podrían colocarse entre el público, inversores cualificados y Fondos de Titulización de Activos. Sin embargo, en el texto definitivamente aprobado se mantiene la posibilidad de colocación entre inversores cualificados y Fondos de Titulización de Activos, pero se elimina la posibilidad de distribución entre el público en general, por un lado, con el objeto de equipararlo al tratamiento de las participaciones hipotecarias y, por otro, posiblemente por su «sofisticación».

⁴² MUNUERA CEBRIÁN, J.: "Los instrumentos de refinanciación tras la Ley de reforma del Mercado Hipotecario". Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 3, Julio-Diciembre 2008, Editorial LA LEY, pág. 7.

06 | Cesión masiva de préstamos hipotecarios. Titulización hipotecaria

Como señala TAPIA HERMIDA⁴³, desde el punto de vista financiero, la titulización⁴⁴ -también denominada «*securitización*»- es un mecanismo del que pueden valerse las empresas -sean o no entidades de crédito- para obtener financiación ajena mediante la emisión de valores, segregando de su patrimonio un número determinado de activos con cuyos rendimientos se atenderá el servicio financiero de los valores emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas.

Desde el punto de vista jurídico, la titulización es el proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una posición jurídica acreedora -actual o potencial- respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros, cede (cedente) aquel derecho de crédito de manera onerosa mediante una compraventa a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella (denominado *Special Purpose Vehicle* o SPV), pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales. Nos encontramos ante una operación jurídica, en la que varios entes -con personalidad jurídica (acreedor originario) o sin ella (Fondo)- celebran de manera sucesiva un conjunto de contratos coordinados -de tipo bilateral (la cesión inicial del crédito o créditos entre el acreedor o acreedores originarios y el Fondo cesionario) o multilateral (el negocio de emisión de los valores por el Fondo)- con una finalidad común, cual es el fraccionamiento del crédito o créditos iniciales de características generalmente heterogéneas en otros créditos homogéneos. Este fraccionamiento facilita la obtención del contravalor actualizado del crédito por el acreedor originario.

A esta descripción genérica de la estructura jurídica común a la titulización cabe añadir, con TAPIA HERMIDA, tres precisiones complementarias: a) Es presupuesto originario del proceso de titulización la realización del negocio o negocios jurídicos que dan origen al crédito o créditos titulizados (p.e., el préstamo bancario con garantía hipotecaria). b) Mientras el negocio o negocios generadores de los créditos originarios tienen una finalidad específica y productiva (p.e, los préstamos bancarios con garantía hipotecaria tienen por finalidad permitir la adquisición de viviendas), la operación de titulización tiene una finalidad neutra e instrumental, consistente en fraccionar aquel crédito o créditos iniciales. c) La titulización presenta un aspecto contractual complejo inherente a la idea de programación y de grupos de contratos; esto es, los negocios en los que se basa la titulización establecen programas de actuación de los sujetos implicados a través de una pluralidad de contratos coordinados.

Como cualquier otro mecanismo financiero, la titulización, para que resulte factible en la práctica, debe ofrecer ventajas para quienes intervienen en ella. Así, el primer acreedor (cedente) consigue “movilizar” su crédito con anterioridad a su vencimiento, haciéndolo líquido de manera anticipada y pudiendo integrar tales recursos líquidos en su particular proceso productivo; todo ello con un coste sensiblemente inferior a otros mecanismos de actualización de créditos. El emisor (cesionario) -o, en el caso de que tal emisor sea un Fondo carente de personalidad jurídica, su Sociedad Gestora- obtiene una remuneración por su intervención en forma de comisiones de gestión. Los adquirentes finales de los valores emitidos encuentran valores nuevos y seguros -por cuanto estarán previamente calificados en su calidad crediticia por agencias de calificación o *rating*- en los que invertir sus excedentes financieros, ampliación que resulta especialmente importante para los inversores institucionales (p.e. Fondos de Inversión y de Pensiones) dadas sus necesidades de inversión, continuas en el tiempo y crecientes en su cuantía.

⁴³ TAPIA HERMIDA, A.J.: “Instituciones financieras para la mejora del mercado inmobiliario: los fondos de titulización (en particular los fondos de titulización hipotecaria) y las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias (en particular, los fondos de inversión inmobiliaria)”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, número 3, julio-diciembre 2008, pág. 2 y ss.

⁴⁴ Como recuerda A. ALMOGUERA GÓMEZ (La Titulización crediticia. Un estudio interdisciplinar. Civitas, 1995, p. 26), en la debate parlamentario de la Ley 19/1992, de 19 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, se puso de manifiesto que el término “titulización” no aparecía en el diccionario de la Real Academia Española de la Lengua, ni en el de María Moliner, ni en el de Julio Casares ni tampoco en los diccionarios jurídicos básicos de la edición Neo-Ediciones ni en el diccionario jurídico Espasa. Este autor en su obra fechada en 1995 recuerda que en la edición vigésimo primera del diccionario de la Real Academia seguía sin aparecer el término, que etimológicamente deriva de título y que tiene una gran analogía con el vocablo francés *titrisation*. Es en la vigésimo segunda edición de este diccionario que data del 2003 cuando encontramos por primera vez una definición de titulización: “acción y efecto de titularizar” que, a su vez, se define de la siguiente forma: “Convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado”.

La refinanciación de las operaciones de activo a través de los valores hipotecarios clásicos ya estudiados (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) no alcanzó la movilización deseable desde una perspectiva macroeconómica y ello por las siguientes razones⁴⁵:

- a) Los valores hipotecarios producen sólo una movilización ficticia de los préstamos hipotecarios ya que éstos no salen del balance de la entidad emisora. Esta retención implica la necesidad de cubrir esos activos a efectos del coeficiente de solvencia.
- b) No hay traspaso de los riesgos inherentes a las operaciones activas, reteniéndose especialmente el riesgo crediticio, el de tipo de interés y el de desajuste de plazos entre el activo y el pasivo que lo financia. El riesgo de fallido que soporta el inversor es atribuible a la entidad emisora como tal.
- c) Atendiendo a la naturaleza jurídica de los valores hipotecarios no es posible una movilización masiva de los préstamos con garantía hipotecaria que los respaldan, por lo que resulta inviable lograr objetivos macroeconómicos como un incremento de la oferta de fondos prestables y el abaratamiento del coste de los mismos⁴⁶.

Por ello, siguiendo el ejemplo de otros países de nuestro entorno surge en España el proceso de titulización hipotecaria, que podemos considerar como la técnica financiera consistente en la transmisión por parte de las entidades crediticias de operaciones activas con garantía hipotecaria a una entidad, llamada en nuestro derecho Fondo de Titulización Hipotecaria (FTH). Este fondo, carente de personalidad jurídica, adquiere los préstamos con garantía inmobiliaria utilizando la liquidez suministrada por emisiones de valores atendidas con los flujos generados por dichas operaciones⁴⁷.

La función de estos FTH en el sistema financiero es la propia de los mecanismos de transformación de los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran tales Fondos de las entidades de crédito emisoras de aquellas en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en los mercados de valores⁴⁸.

Los préstamos y créditos hipotecarios son operaciones crediticias especialmente aptas para su titulización⁴⁹ y ello porque:

- a) Permiten alcanzar un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones, facilitando el análisis financiero del riesgo de la agrupación.
- b) Pueden suministrar una diversificación geográfica y socioeconómica de las operaciones agrupadas.
- c) Se otorgan en base a criterios de selección contrastados y suficientemente evaluables facilitando la determinación y otorgamiento posterior de la calificación así como mecanismos de mejora crediticia.
- d) Los préstamos hipotecarios son capaces de generar flujos de caja periódicos predecibles tanto en cuanto al pago de intereses como a la devolución del principal, ofreciendo tasas reducidas de morosidad e insolvencia y un elevado índice de recuperaciones.

Para estudiar el proceso de titulización, analizaremos, en primer lugar, la necesidad de que los créditos hipotecarios susceptibles de movilización sean agrupados en emisiones de participaciones hipotecarias. La agrupación de estas constituirá el Fondo de Titulización Hipotecaria que será el que, con cargo a aquellas, realizará la emisión de Bonos de Titulización Hipotecaria. Por último, las entidades encargadas de la administración y representación legal de los fondos son las Sociedades Gestoras.

⁴⁵ ALMOGUERA GÓMEZ, A.: "La cesión masiva de préstamos hipotecarios" en Tratado De Garantías En La Contratación Mercantil, (coord. U. Nieto Carol) tomo II garantías reales, volumen II garantías inmobiliarias, Civitas 1996, p. 500.

⁴⁶ La Exposición de Motivos de la Ley 19/1992, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulación Hipotecaria, dice a este respecto: "Estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito. Ello permitirá a éstas una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda".

⁴⁷ ALMOGUERA GÓMEZ, A.: ob. cit., p. 493.

⁴⁸ TAPIA HERMIDA, A.J.: Derecho del Mercado de Valores, Bosch, 2000, pág. 163.

⁴⁹ ALMOGUERA GÓMEZ, A.: op. cit., p. 502.

1. Créditos hipotecarios susceptibles de ser titulizados. Participaciones hipotecarias

En el derecho español la cesión de créditos hipotecarios (arts 149 a 152 LH) exige la notificación de dicha cesión al deudor para que éste quede obligado frente al nuevo acreedor. Además, se requiere su formalización en escritura pública y la inscripción de la misma en el registro de la propiedad para que, de esta forma, dicha transmisión sea oponible frente a terceros.

Por otra parte, la transmisión del crédito conlleva la del derecho real de hipoteca ya que esta garantía es accesoria a la obligación principal y, en general, las restantes garantías del mismo. Es conveniente pues recordar que de acuerdo con el artículo 109 LH, el derecho de hipoteca extiende su ámbito a las accesiones naturales, a las mejoras y al importe de las indemnizaciones concedidas o debidas al propietario por razón de los bienes hipotecado. Cabe decir lo mismo de los contratos de seguro tales como el de daños del bien hipotecado e, incluso, el de amortización del préstamo si es que se hubiere concertado. Y, en fin, también cabe incluir las indemnizaciones como las derivadas de la expropiación forzosa del bien hipotecado. Por todo ello, en las emisiones de bonos de titulización deberá acordarse que todas las cantidades que reciba la entidad cedente en concepto de derecho accesorio a los préstamos cedidos deban corresponder al Fondo de Titulización.

Los requisitos vistos para la cesión de préstamos hipotecarios están concebidos para la transmisión entre particulares pero no para una movilización masiva de las carteras hipotecarias. Por ello, los créditos hipotecarios no se ceden directamente para ser titulizados sino que se agrupan en emisiones de participaciones hipotecarias que son las que se ceden al Fondo de Titulización Hipotecaria. Las participaciones hipotecarias agrupadas en los Fondos, además de corresponder a préstamos o créditos que reúnan los requisitos establecidos en la Sección Segunda de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, ya vistos, deberán tener un vencimiento igual del de los créditos participados.

Esta cesión permite a la entidad emisora dar de baja de su balance los préstamos o créditos que han servido de respaldo para la emisión de las participaciones hipotecarias. No obstante, si bien el cedente no responde de la insolvencia del deudor del préstamo, esto no excluye que aquél tenga que asumir frente al cesionario la sustitución de los préstamos hipotecarios cedidos inicialmente y que con posterioridad a la fecha de pago de las participaciones sean disconformes con las condiciones y requisitos financieros pactados. Esta solución tiene lugar, bien mediante la aportación de nuevos créditos hipotecarios, o bien mediante la recompra por parte de la entidad cedente de las participaciones que no cumplan los citados requisitos. Para el primer caso, la entidad cedente suele constituir, al tiempo que la emisión de las participaciones hipotecarias, una cartera de reserva que representa un determinado porcentaje de la emisión compuesta de operaciones de análogas características a las que van a ser objeto de titulización (importe, tipo de interés, plazo, tipo de bien hipotecado...).

La entidad cedente de las participaciones hipotecarias conserva la función de administración de los créditos hipotecarios que han servido de respaldo para las mismas. Esto permite a dichas entidades mantener unos servicios por los que perciben el correspondiente margen sin perder la relación con el cliente ante lo cual siguen figurando como acreedores. Por su parte, a los prestatarios, se le evitan las complicaciones que conllevaría tratar con entidades diferentes de la cedente que es con la que se suscribió la correspondiente operación hipotecaria.

Dentro de esta función de administración hay que incluir la de custodia y conservación de escrituras, documentos, pólizas de seguro y demás datos respecto a los créditos hipotecarios que sirven de respaldo a las participaciones hipotecarias. Sin embargo, en cuanto a las participaciones hipotecarias propiamente dichas, a las entidades cedentes no les corresponde su custodia sino que se encomienda a una entidad que lo hará siguiendo las instrucciones de la Sociedad Gestora.

También le corresponden las funciones de cobro respecto a principal, intereses y a cualquier otro derecho accesorio así como la función de reclamación en los supuestos de morosidad o insolvencia del deudor principal. En fin, la entidad cedente también tiene obligaciones informativas para con la sociedad gestora referidas al cumplimiento de sus obligaciones por los prestatarios, los movimientos de ingresos y pagos cerrados por los créditos hipotecarios cedidos, así como sobre las actuaciones judiciales y extrajudiciales realizadas.

Estas funciones de administración se configuran como irrenunciables salvo supuestos excepcionales, uno de los cuales sería la situación concursal de la entidad emisora.

Cabe por último señalar que, salvo pacto en contrario, el administrador puede acordar modificaciones en las condiciones de los préstamos siempre que no perjudiquen los pagos que deba percibir el fondo ni deterioren la calificación otorgada a los bonos de titulación hipotecaria. Tales modificaciones deben ser consentidas por la sociedad gestora del fondo de titulación y comunicadas a la agencia de *rating* calificador de la emisión. Lo que en ningún caso podrá realizar la entidad emisora-administradora son actos que disminuyan la eficacia jurídica tanto de la operación crediticia como de su garantía hipotecaria (cancelación de la hipoteca, condonación total o parcial del préstamo...).

2. El Fondo de Titulación Hipotecaria (FTH)

2.1. Constitución y naturaleza jurídica

De acuerdo con el art. 5 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, para la emisión de valores (los Bonos de Titulación Hipotecaria –BTH-), deberán constituirse agrupaciones de participaciones hipotecarias denominadas Fondos de Titulación Hipotecaria. Los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo.

Vemos pues, en primer lugar, que se conciben como patrimonios separados carentes de personalidad jurídica lo que exige que actúen a través de la Sociedad gestora por carecer de órganos de administración y representación propios. No obstante, como ocurre en algún otro supuesto de entidades sin personalidad jurídica, los FTH están sujetos a imposición por los resultados obtenidos.

Por otra parte, su activo y pasivo queda determinado *ab initio*, esto es, desde el momento de su constitución sin que pueda alterarse la composición de cualquiera de los lados del balance, salvo la sustitución de las participaciones hipotecarias en los supuestos legalmente admitidos. También se proclama que el valor patrimonial del FTH es nulo, lo que viene a decir que el activo responde del pasivo que representan los BTH. Esta igualdad de las masas patrimoniales debe mantenerse a lo largo de la vida del fondo persiguiéndose la igualdad entre los ingresos y los gastos generados.

Con carácter previo a la escritura de constitución del FTH, debe realizarse la verificación e inscripción del llamado Folleto de Emisión en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) regulado por la Circular de la Comisión 2/1994, de 16 de marzo.

La constitución de cada Fondo se formalizará en escritura pública en la cual, de acuerdo con lo establecido en el art. 5 de la Ley 19/1992, de 7 de julio:

- 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 y si los valores se representan mediante anotaciones en cuenta, la entidad encargada del registro contable.
- 3º Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el Fondo, determinándose, en particular, las operaciones que vayan a concertarse por su cuenta 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, recogidas expresamente en el nº 7 de ese mismo precepto tales como permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras

operaciones financieras. 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.

No se establece un importe mínimo que deban tener los Fondos en el momento de su constitución si bien reglamentariamente podrá fijarse. Por otra parte, ni los Fondos ni los valores que se emitan con cargo a ellos serán objeto de inscripción en el Registro Mercantil, ni quedarán sujetos a lo dispuesto en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas. Otorgada la escritura de constitución del Fondo, no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan.

Su constitución estarán exenta del concepto «operaciones societarias» del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Junto a la escritura de constitución debe acompañarse el acuerdo de la entidad emisora de las participaciones hipotecarias y el de la Sociedad Gestora para constituir el Fondo de Titulización Hipotecaria, los contratos suscritos por la Sociedad Gestora que integran la mejora crediticia de la emisión y los que posibilitan su funcionamiento, así como el informe de la agencia de *rating* y el informe del auditor sobre el activo del FTH.

En la escritura tienen lugar, en la práctica, tres circunstancias: la emisión de las participaciones hipotecarias por la entidad cedente, la constitución del Fondo de Titulización Hipotecaria que suscribe las participaciones y la emisión de los Bonos de Titulización Hipotecaria. Tal como establece el artículo 6 bis de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 6 del RD 116/1992, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de Operaciones Bursátiles, la escritura en la que se hará constar la representación de los Bonos por medio de anotaciones en cuenta deberá ser la de emisión (aunque en las emisiones de titulización las participaciones hipotecarias suelen documentarse mediante títulos nominativos múltiples).

Respecto a la naturaleza jurídica de estos fondos, tal como señala ALMOGUERA⁵⁰, parecen encuadrados inicialmente en la categoría genérica de los fondos de inversión como patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores administrados por una sociedad gestora a quien se atribuyen las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario. Sin embargo, los FTH presentan características peculiares que son suficientes para considerarse una categoría diferenciada de las instituciones de inversión colectiva habida cuenta de sus diferencias:

- 1) El activo fundamental de los FTH son participaciones hipotecarias y no valores mobiliarios, financieros o inmuebles.
- 2) Los FTH nacen con una vida incierta pero limitada temporalmente ya que siempre se extinguen. El destino de su patrimonio va reduciéndose y convirtiéndose en liquidez para atender los compromisos pecuniarios implican los BTH.
- 3) La configuración de los valores emitidos (BTH) es distinta a las participaciones de los fondos de inversión mobiliaria. En el caso que nos ocupa a los bonistas se les imputan los flujos percibidos, incluyendo los prepagos, a prorrata del volumen de sus inversiones.
- 4) La Ley 19/1992 excluye expresamente de inscripción registral la escritura de constitución de los FTH, a diferencia de la constancia obligatoria en el Registro Mercantil de la constitución de los restantes fondos (art. 8 de la Ley 46/1984, sobre Instituciones de Inversión Colectiva).
- 5) La fiscalidad de los FTH se rige por los criterios generales del impuesto de sociedades mientras que los fondos de inversión es más favorable, concretándose bonificaciones, exenciones y tipos impositivos reducidos.
- 6) Como consecuencia de la finalidad fundamental del FTH y el régimen fiscal aplicable, la gestión de los mismos no tiende a conseguir una rentabilidad sostenida que aumente el valor de las participaciones, como sucede en los fondos de inversión. En este caso se trata de asegurar el cumplimiento de las obligaciones para con los bonistas y, para ello, deben administrarse los activos de respaldo cuyo valor decrece progresivamente. Debe realizarse un seguimiento riguroso que garantice el equilibrio de los flujos monetarios, esto es, de los cobros y los pagos.

⁵⁰ Ob. cit., págs. 538 y 539.

Por todo ello la tipificación de naturaleza jurídica de esta institución se aproxima más a los llamados fondos de gestión con tres elementos distintivos: uno objetivo, constituido por un patrimonio separado; un elemento finalista, el destino otorgado a los activos agrupados y un elemento organizativo por el que se atribuyen facultades de gestión y administración a quien no es propietario.

2.2. Funcionamiento

La actividad normal de un Fondo de Titulización Hipotecaria se centra en el traspaso de los ingresos procedentes de los préstamos participados hacia los bonistas. Estas corrientes monetarias se ven alteradas por la concurrencia de factores de riesgo (insolvencia o mora del deudor de los préstamos hipotecarios participados, cancelación total o amortización parcial de los mismos...) y los gastos necesarios para la operatividad del propio fondo. Mientras que el pasivo se va reduciendo a medida que se van amortizando los bonos, en el activo pueden producirse excedentes transitorios de liquidez que puede materializarse en elementos patrimoniales distintos de las participaciones hipotecarias; así se permite adquirir transitoriamente activos financieros de calidad igual o superior a los valores de mejor calificación crediticia que los emitidos con cargo al propio FTH (art. 5.7 Ley 19/1992, de 7 de julio).

También se autorizan expresamente las coberturas que integran lo que se conoce como "mejora crediticia", como es el caso de las permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión al tipo garantizado y otras operaciones cuya finalidad sea alguna de las siguientes: aumentar la seguridad por regularidad en el pago de los bonos emitidos; neutralizar las diferencias de tipos de interés entre las participaciones y los valores emitidos; y transformar las características financieras de todos o algunos de dichos valores.

Toda esta operativa está presidida por el principio legal de "equilibrio financiero" (art. 5.6, párrafo 2º de la Ley 19/1992, de 7 de julio) en virtud del cual "los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al fondo deberán coincidir con el 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". Este equilibrio exigido por el legislador no se limita en la práctica a la equivalencia financiera entre las corrientes monetarias de cobros y de pagos sino que también se proyecta sobre la coincidencia de flujos en cada período para lo cual se utilizan distintos mecanismos que en la mayoría de los casos participan de la naturaleza de las mejoras crediticias.

Para el funcionamiento del fondo también son necesarias otras actividades como son el depósito, la agencia de pagos y el aseguramiento de la colocación de los bonos. El contrato de depósito se refiere a la guarda y custodia de las participaciones hipotecarias suscritas por el fondo. Habitualmente ese contrato recoge también el depósito, normalmente remunerado, de cualquier otro activo del Fondo.

La agencia de pagos consiste en efectuar los mismos a los tenedores de los bonos en las fechas acordadas. Este acuerdo puede incluir otros servicios financieros como sería la fijación de los tipos de interés en cada período cuando son de naturaleza variable, de acuerdo con un determinado índice de referencia.

El contrato de aseguramiento obliga a las entidades aseguradoras a suscribir por cuenta propia o de terceros la totalidad de los bonos emitidos en la fecha acordada. A cambio, éstas perciben una comisión que se calcula sobre el nominal de cada emisión. Este tipo de contratos es importante habida cuenta que la viabilidad del FTH requiere que los bonos emitidos queden suscritos desde su constitución ya que estas aportaciones son las que permite adquirir las participaciones hipotecarias que adquiere el Fondo.

Para concluir hay que señalar que los FTH están sometidos al régimen de supervisión, inspección y sanción por la CNMV. También se presenta ante el órgano supervisor las cuentas anuales del Fondo acompañadas del informe de los auditores dentro del plazo de los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio, que coincide habitualmente con el año natural.

2.3. Extinción

Los Fondos se extinguirán, necesariamente, al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que agrupen. Así, una vez transformados en liquidez todos los activos, deberán atenderse todas las obligaciones de pago. Si atendidas dichas obligaciones sobran fondos, el excedente revertirá al emisor o a los titulares de este excedente o valor residual. Si por el contrario faltan fondos, son los titulares de los bonos los que asumen las pérdidas de acuerdo con el régimen de prelación establecido para las distintas clases de valores.

También se extinguirá el fondo cuando hayan sido reembolsados los bonos y cumplidas las demás obligaciones a cargo del FTH y no obstante queden en su poder activos realizables que pueden ser atribuidos directamente o previamente liquidados. Igualmente, cuando la Sociedad Gestora incurra en situación concursal o le sea revocada la autorización sin que haya sido posible proceder a su relevo en la forma y tiempo establecidos en la escritura de constitución. En estos casos se exige para proceder a la liquidación y extinción del Fondo que puedan ser canceladas en su totalidad todas las obligaciones de pago derivadas de los bonos y, además, que se comunique con antelación a la CNMV y a los propios bonistas.

Cabe, por último, un supuesto de extinción voluntaria. Podrá preverse expresamente en la escritura de constitución la liquidación anticipada cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendiente de amortización sea inferior al 10 por 100 del inicial, debiendo en tal caso determinarse en la escritura la forma en que se dispondrá de los activos remanentes del Fondo.

3. Sociedad Gestora de los FTH

Dado que los FTH son patrimonios carentes de personalidad jurídica es preciso que sean administrados por personas jurídicas dotadas de la correspondiente capacidad jurídica.

Se encuentran reguladas en el RD 926/1998, de 14 de mayo, los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización por el que se extiende el régimen de titulización de créditos hipotecarios a otro tipo de activos. Estas normas son pues aplicables tanto a las Sociedades Gestoras de FTH como a las de Fondos de Titulización de otro tipo de activos (FTA).

3.1. Objeto exclusivo

De acuerdo con el art. 6 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, la Sociedad Gestora tiene por objeto exclusivo la constitución, administración y representación legal de los fondos de titulización hipotecaria. Pueden tener a su cargo la administración y representación de uno o más fondos y les corresponde, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren.

En particular, de acuerdo con lo establecido en el art. 12 del RD 926/1998, de 14 de mayo, los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, las sociedades gestoras tanto de FTH como de FTA estarán obligadas a:

- Contar con expertos de probada experiencia en la materia o contratar los servicios de asesores independientes que gocen de ella.
- Valorar los riesgos del activo con diligencia y rigor.
- Redactar el folleto con transparencia y claridad.
- Evitar situaciones que supongan conflictos de intereses y dar prioridad a los tenedores de los valores y financiadores.
- Extremar los niveles de diligencia e información y la defensa de los intereses de los titulares de los valores.

- Cumplir con todas las obligaciones de información que se contienen en la legislación sobre Mercados de Valores.
- Disponer de documentación detallada sobre las operaciones realizadas.
- En todo caso, cumplir con las normas de conducta previstas en la legislación sobre Mercados de Valores.

La Sociedad Gestora será responsable frente a los tenedores de los valores y restantes acreedores por todos los perjuicios que les cause el incumplimiento de sus obligaciones.

3.2. Autorización y registro

Corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, autorizar la creación de las sociedades gestoras de fondos de titulización. Una vez obtenida dicha autorización y tras su constitución e inscripción en el Registro Mercantil, deberán, antes de iniciar sus actividades, quedar inscritas en el Registro Especial abierto al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Para obtener y conservar la autorización deberán:

- Revestir la forma de sociedad anónima, constituida por el procedimiento de fundación simultánea y con duración indefinida.
- Tener un capital social mínimo de 901.518,16 euros totalmente desembolsado en efectivo, representado por acciones nominativas. Asimismo, en las condiciones que, en su caso, establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se podrán fijar exigencias de recursos propios u otras garantías con el fin de reforzar la solvencia de la entidad, atendiendo especialmente al patrimonio gestionado y los riesgos derivados de la actividad.
- Que los accionistas titulares de participaciones significativas sean idóneos. Para determinar cuándo una participación es significativa y apreciar la idoneidad se estará a lo previsto en el Título VI de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y su normativa de desarrollo.
- Contar con un Consejo de administración formado por al menos cinco miembros. Todos ellos serán personas de reconocida honorabilidad comercial y profesional y deberán poseer, al menos la mayoría de ellos, conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones. La honorabilidad, conocimientos y experiencia deberán concurrir también en los Directores generales, o asimilados, de la entidad. Para apreciar los requisitos de honorabilidad y experiencia se atenderá a lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley 26/1988 y su normativa de desarrollo.
- Contar con una buena organización administrativa y contable, así como con procedimientos de control internos adecuados y contar con los medios suficientes para llevar a cabo sus actividades.
- Incluir en su denominación social la expresión «Sociedad Gestora de Fondos de Titulización» o su abreviatura «S.G.F.T.», que quedan reservadas a estas entidades.

3.3. Funcionamiento

Dentro de las tareas y funciones integrantes de la administración y representación de los FTH podemos distinguir unas actuaciones de representación jurídica en nombre del fondo, otras actuaciones de gestión financiera y, por último, las obligaciones de información.

Dentro de las actuaciones jurídicas podemos incluir concertar cuántos contratos sean necesarios para permitir la existencia y futuro desenvolvimiento del FTH, ostentar la representación legal del fondo en todos los supuestos en los que corresponda exigir el cumplimiento de los compromisos para con el fondo bien sea frente a la entidad emisora de las participaciones hipotecarias, frente a las entidades mejoradoras o frente a las encargadas del aseguramiento.

En las actuaciones de gestión financiera se incluye todas las dirigidas administrar los flujos monetarios que concurren en un FTH entre los que podemos citar la verificación y control del sistema de cobros y pagos, la supervisión del cumplimiento del orden de prelación en los pagos definieron la escritura constitutiva, la realización de los cálculos financieros encomendados como puede ser el tipo de interés aplicable a los bonos cuando éste es variable...

Por último, dentro de las obligaciones de información podrían incluirse la elaboración de los estados contables y demás datos adicionales exigidos por la CNMV, la puesta en conocimiento a los cronistas de las fechas de pago, de los intereses y capital correspondiente, la notificación a los mismos de todo hecho relevante que pueda producirse, la comunicación a la agencia de calificación de los datos requeridos por ésta...

Por todo ello la sociedad gestora recibe una comisión que puede ser fija, variable o mixta y que suele calcularse sobre el saldo de los bonos pendientes de amortización.

La administración de los Fondos por las sociedades gestoras está exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido.

3.4. Renuncia y sustitución

La Sociedad Gestora podrá renunciar a su función de administración y representación legal de todos o parte de los fondos que gestione cuando así lo estime pertinente, solicitando su sustitución, mediante escrito dirigido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el que hará constar la designación de la sociedad gestora sustituta. A tal escrito se acompañará el de la nueva sociedad gestora, en el que ésta se declare dispuesta a aceptar tal función e interese la correspondiente autorización.

La autorización de la sustitución por parte de la CNMV estará condicionada al cumplimiento de los requisitos siguientes:

- a) La entrega a la nueva sociedad gestora de los registros contables e informáticos por la sociedad gestora sustituida. Sólo se entenderá producida tal entrega cuando la nueva sociedad gestora pueda asumir plenamente su función y comuniquen esta circunstancia a la CNMV.
- b) En el caso de que los valores emitidos con cargo a los fondos gestionados por la sociedad gestora sustituida hayan sido evaluados por alguna entidad calificador, la calificación otorgada a los valores no deberá disminuir como consecuencia de la sustitución propuesta.

En ningún caso podrá la Sociedad Gestora renunciar al ejercicio de sus funciones mientras no se hayan cumplido todos los requisitos y trámites para que su sustituta pueda asumir sus funciones y los gastos que origine la sustitución serán a costa de la sociedad gestora renunciante, y en ningún caso podrán imputarse al fondo. La sustitución deberá ser publicada, en el plazo de quince días, mediante un anuncio en dos diarios de difusión nacional y en el boletín del mercado secundario organizado en que coticen los valores del fondo de titulización de activos gestionado por la sociedad.

Hay un supuesto de sustitución forzosa: cuando la Sociedad Gestora hubiera sido declarada en situación concursal deberá proceder a encontrar una sociedad gestora que la sustituya, en los términos ya vistos y si transcurridos cuatro meses desde que tuvo lugar el evento determinante de la sustitución y no se hubiese encontrado una nueva sociedad gestora dispuesta a encargarse de la gestión se procederá a la liquidación anticipada del fondo y a la amortización de los valores emitidos con cargo al mismo y de los préstamos, de acuerdo con lo previsto en la escritura pública de constitución.

4. Valores emitidos por los FTH. Los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH)

La Ley 19/1992, de 7 de julio, en su disposición adicional, además de autorizar al Gobierno al desarrollo reglamentario de lo dispuesto esta Ley, le faculta para establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria y reservarlo, en exclusiva, para tales valores. El nombre adoptado ha sido el de Bonos de Titulización Hipotecaria.

Los valores emitidos con cargo a 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.

Sin perjuicio de las diferencias que puedan establecerse entre sus distintas series, como ya se ha dicho anteriormente, 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.

El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadoradora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión.

Los valores emitidos con cargo a los Fondos se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, surtiendo la escritura pública de constitución del Fondo los efectos de la prevista en el artículo 6 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Por su parte, las sociedades gestoras de los Fondos deberán obligatoriamente solicitar la admisión a negociación de los valores emitidos en un mercado oficial u organizado establecido en España, con las excepciones que reglamentariamente puedan establecerse.

Respecto a la naturaleza jurídica de los BTH es claro que son valores negociables de acuerdo con el concepto genérico que de los mismos da el art. 3 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos: "cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. Esa propia norma cita como valores negociables en particular "los valores de titulización, entendiéndose por tales todos los valores que representan un interés en activos, incluido todo derecho destinado a asegurar a los tenedores de activos el servicio, el pago o la puntualidad de los importes pagaderos en virtud de aquellos; y todos los valores que están garantizados por activos cuyos términos prevén pagos relacionados con pagos o provisiones razonables de pagos calculados por referencia a activos identificados o identificables".

En cuanto a la posición jurídica del tenedor de Bonos de Titulización Hipotecaria hay que señalar, en primer lugar, que no ostenta ningún derecho de crédito ni contra la entidad emisora de las participaciones hipotecarias ni contra la sociedad gestora, si bien, en este último caso, los bonistas tendrán acción contra la sociedad gestora del Fondo por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución. Por eso el artículo 5.8 de la Ley 19/1992, establece que los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en el escritura de constitución del Fondo.

El pago que recibe el titular del BTH no lo realiza directamente el deudor del préstamo participado sino que en el seno del Fondo tiene lugar una transformación de flujos de forma que se agrupan las percepciones derivadas de las participaciones hipotecarias para luego hacer frente a las obligaciones frente a los bonistas.

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

5. Cesión de créditos hipotecarios a través de los Fondos de Titulización de Activos (FTA)

Los FTA son, al igual que lo FTH, patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica, pero integrados en cuanto a su activo y con respecto a la titulización de activos hipotecarios bien por Participaciones Hipotecarias o por Certificados de Transmisión Hipotecaria emitidos con la cobertura de préstamos y créditos que no reúnen alguno de los requisitos recogidos en la LMH ya vistos (p.e. préstamos que superen el 80% del valor de tasación de inmueble que le sirve de garantía, hipotecas de segundo rango...). A diferencia de los FTH, los FTA pueden ser fondos abiertos en los que se incorporan activos a medida que los activos incluidos inicialmente van venciendo.

Su normativa se encuentra en el RD 926/1998, de 14 de mayo por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización mediante el cual se extiende el régimen de titulización de créditos hipotecarios a otro tipo de activos. El Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, estableció en su artículo 16 que el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, podía extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias a otros préstamos y derechos de crédito.

Dicha previsión fue refrendada y completada en la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y finalmente su regulación se concretó en el ya señalado RD 926/1998, de 14 de mayo.

Manteniéndose el esquema fiduciario de patrimonios sin personalidad jurídica, su configuración financiera se conforma:

1. En cuanto al activo, por la posibilidad de integrar tanto activos financieros como otros derechos.
2. Por lo que respecta al pasivo, se establece como regla general la financiación mediante valores de renta fija. No obstante se admite, para facilitar la viabilidad financiera de ciertas estructuras, la financiación vía préstamos concedidos por entidades de crédito. De igual modo, y como instrumento que refuerza la solvencia y el equilibrio patrimonial de la entidad, se regula un tipo específico de pasivos cuales son las denominadas «aportaciones» de inversores institucionales. Se caracterizan por corresponderles el remanente que, en su caso, puede quedar con ocasión de la liquidación del fondo.
3. De igual modo, para preservar la transparencia y regularidad de la cesión de créditos y su financiación, la norma prescribe un conjunto de requisitos específicos subjetivos, objetivos y formales que deberán reunir las cesiones de activos a los fondos de titulización de activos.

Mención especial requiere también la configuración de dos tipos de estructuras, al objeto de acomodar el esquema de titulización a las diversas clases de flujos que van a entrar en el proceso. Así, la norma contempla tanto estructuras cerradas -similares a los fondos de titulización hipotecaria- como estructuras abiertas, ya sea por el activo, por el pasivo o por ambos.

Se consideran *cerrados* aquellos fondos en los que, a partir del momento de su constitución, no se modifique ni su activo ni su pasivo. No obstante, podrán establecerse reglas de sustitución y subsanación de activos en los siguientes casos:

- a) Amortización anticipada de los activos agrupados en el fondo.
- b) Subsanación de vicios ocultos de los activos inicialmente integrados, cuando se demuestre posteriormente que no tienen los atributos previstos en el folleto o en la escritura pública de constitución.

También se podrá, con la finalidad de cubrir los desfases temporales entre el calendario de los flujos de principal e intereses de los activos incorporados y el de los valores emitidos o los créditos recibidos, adquirir transitoriamente activos de calidad suficiente que no deterioren la calidad crediticia de los pasivos del fondo.

Son fondos *abiertos* aquellos cuyo activo, pasivo o ambos puedan modificarse después de la constitución del fondo en algunas de las formas siguientes:

- a) Modificación del pasivo cuando esté prevista tanto la emisión sucesiva de valores, como la concertación de nuevos créditos.
- b) Modificación del activo cuando tenga carácter de renovable.
- c) Ampliación del activo, por estar prevista la incorporación de nuevos activos y, en consecuencia, la emisión de nuevos valores o la concertación de nuevos créditos.

La escritura pública de constitución de un fondo abierto deberá especificar cuáles de las características señaladas concurrirán en él. Ello sin perjuicio de la posibilidad de sustitución y subsanación de activos así como la de adquirir transitoriamente activos con la finalidad de cubrir los desfases temporales entre el calendario de los flujos de principal e intereses de los activos incorporados y el de los valores emitidos o los créditos recibidos ya vistos para los fondos cerrados.

07 | Conclusiones

Puede afirmarse tal como señala el informe de la Asociación Hipotecaria de España de diciembre de 2007 sobre el Mercado Hipotecario que la normativa y la estructura del mercado hipotecario español hacen imposible la generación y circulación de hipotecas subprime en España. Esta afirmación está apoyada, entre otros, por dos argumentos básicos. Por un lado, en el hecho de que nuestra legislación impone estrictas condiciones a los préstamos y créditos hipotecarios que pueden servir de cobertura a las emisiones y, añadimos nosotros, a los valores hipotecarios emitidos con su cobertura así como las garantías legales que amparan dichos valores. El segundo argumento fundamental es la existencia en España de un eficaz Registro de la Propiedad de Derechos, al que acceden escrituras públicas autorizadas por Notarios, quienes han verificado la correcta adecuación del crédito hipotecario con el ordenamiento jurídico español.

Veamos, a modo de conclusión, cuales son esas garantías.

1. Respecto a los préstamos y créditos hipotecarios que sirven de cobertura para la emisión de valores hipotecarios

Los créditos hipotecarios que sirven de cobertura para la emisión de valores hipotecarios están emitidos por entidades de crédito sometidas a supervisión prudencial e inspección por parte del Banco de España.

Los prestatarios, sin perjuicio de la garantía hipotecaria, responden personalmente con todos sus bienes presentes y futuros (principio de responsabilidad universal recogido en el art. 1.911 del Código Civil). A todo ello habrá que añadirle las garantías accesorias que implica la hipoteca y las que hayan podido concertarse con la operación crediticia. Todo ello dota de especial garantía las operaciones crediticias que sirven de cobertura para emisión de valores hipotecarios.

Los créditos que sirvan de cobertura para la emisión de valores hipotecarios están sometidos a estrictas condiciones entre las que se encuentran: estar garantizados con primera hipoteca sobre el pleno dominio de los bienes inmobiliarios hipotecados que deberán pertenecer en su totalidad también en pleno dominio al hipotecante; el pleno dominio no podrá estar sujeto a condiciones o prohibiciones de disponer o a limitaciones de cualquier clase; la inscripción de la finca habrá de estar vigente sin ninguna contradicción o limitación por razón de inmatriculación.

Las entidades emisoras no podrán cancelar las hipotecas por causa distinta al pago del crédito garantizado, ni podrán realizar ningún acto que disminuya la eficacia jurídica o el valor económico de la hipoteca o del crédito.

A su vez, los inmuebles que sirvan de garantía deben ser valorados previamente con unos estándares establecidos y por unas sociedades de tasación sometidas a un severo régimen de control por el Banco de España. Además, dichos inmuebles deberán estar asegurados contra daños por un valor no inferior al de tasación.

También hay importantes límites cuantitativos de forma que las operaciones crediticias que sirvan de cobertura para la emisión de valores hipotecarios no puede superar el 60% del valor del inmueble, o el 80% en caso de las viviendas; en caso de depreciación posterior del valor del inmueble en más de un 20%, el emisor puede exigir del deudor una garantía adicional sobre otro inmueble y, en caso de no obtenerla, proceder a la cancelación del crédito garantizado.

2. Respecto a los valores hipotecarios

- Las cédulas hipotecarias son valores cuyo capital e intereses están 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, si existen, por los activos de sustitución que se afecten en escritura pública, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la misma.

Las entidades no podrán emitir cédulas hipotecarias por importe superior al 80% de los capitales no amortizados de los préstamos y créditos hipotecarios de su cartera que reúnan los requisitos para servir de cobertura deducido el importe de los afectados a bonos hipotecarios y podrán ser respaldadas hasta un límite del 5% del principal emitido por activos de sustitución.

- Los bonos hipotecarios son valores cuyo capital e intereses están especialmente garantizados, sin necesidad de inscripción registral, por hipoteca sobre los préstamos y créditos hipotecarios que se afecten en escritura pública, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la entidad emisora, y, si existen, por los activos de sustitución que se afecten en escritura pública y por los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

El valor actualizado de los bonos hipotecarios deberá ser inferior, al menos, en un 2%, al valor actualizado de los préstamos y créditos hipotecarios afectados. Por otra parte, los bonos hipotecarios podrán estar respaldados hasta un límite del 10% del principal de cada emisión por activos de sustitución.

- Las cédulas y bonos hipotecarios incorporan el derecho de crédito de su tenedor frente a la entidad emisora, y sin perjuicio de las garantías ya señaladas, llevar aparejada ejecución para reclamar del emisor el pago, después de su vencimiento. Las cédulas y bonos son, pues, títulos ejecutivos, por lo que se benefician de las disposiciones sobre ejecución dineraria forzosa recogidas en la Ley de Enjuiciamiento Civil.

En ambos casos hay responsabilidad personal de la propia sociedad emisora y también están especialmente afectos los activos de sustitución determinados en la emisión así como los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

- Los tenedores de las cédulas y bonos hipotecarios tienen el carácter de acreedores con la preferencia especial que señala el número 3.º del artículo 1.923 del Código Civil frente a cualesquiera otros acreedores, con relación a la totalidad de los préstamos y créditos hipotecarios inscritos a favor del emisor cuando se trate de cédulas, salvo los que sirvan de cobertura a los bonos, y con relación a los préstamos y créditos hipotecarios afectados cuando se trate de bonos y, en ambos casos, con relación a los activos de sustitución y a los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a las emisiones, si estos existen.
- En caso de concurso del emisor, los tenedores de cédulas y bonos hipotecarios gozarán del privilegio especial establecido en la Ley Concursal según la cual los créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda sin desplazamiento, tienen privilegio especial sobre los bienes hipotecados o pignorados. Sin perjuicio de lo anterior, se atenderán durante el concurso, y como créditos que forman parte de la masa pasiva, 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.
- Las participaciones hipotecarias son valores mediante los cuales las Entidades emisoras de títulos hipotecarios hacen participar a terceros en todo o en parte de uno o varios préstamos y créditos hipotecarios de su cartera. No son susceptibles de participación los préstamos y créditos hipotecarios que sirvan de garantía a la emisión de bonos hipotecarios.

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

En caso de concurso de la entidad emisora de la participación hipotecaria, el negocio de emisión de la participación sólo será impugnabile en supuestos en que se demuestre la existencia de fraude, y, en consecuencia, el titular de aquella participación gozará de derecho absoluto de separación.

- Los certificados de transmisión de hipoteca son participaciones hipotecarias en préstamos y créditos hipotecarios que no reúnen todos los requisitos exigidos por la Ley del Mercado Hipotecario y que están destinadas a su colocación entre inversores cualificados o a su agrupación en fondos de titulización de activos.

3. Respetto a la titulización hipotecaria

La titulización hipotecaria es la técnica financiera consistente en la transmisión por parte de las entidades crediticias de operaciones activas con garantía hipotecaria a una entidad, llamada en nuestro derecho Fondo de Titulización Hipotecaria (FTH). Este fondo, carente de personalidad jurídica, adquiere los préstamos con garantía inmobiliaria utilizando la liquidez suministrada por emisiones de valores atendidas con los flujos generados por dichas operaciones.

Los créditos hipotecarios no se ceden directamente para ser titulizados sino que se agrupan en emisiones de participaciones hipotecarias que son las que se ceden al FTH. Las participaciones hipotecarias agrupadas en los Fondos, además de corresponder a préstamos o créditos que reúnan los requisitos establecidos en la LMH ya vistos, deben tener un vencimiento igual al de los créditos participados.

La entidad cedente de las participaciones hipotecarias conserva la función de administración de los créditos hipotecarios que han servido de respaldo para las mismas. Esto permite a dichas entidades mantener unos servicios por los que perciben el correspondiente margen sin perder la relación con el cliente ante lo cual siguen figurando como acreedores. Por su parte, a los prestatarios, se le evitan las complicaciones que conllevaría tratar con entidades diferentes de la cedente que es con la que se suscribió la correspondiente operación hipotecaria.

La constitución de FTH está rodeada de numerosas garantías jurídicas y, además, están sometidos al régimen de supervisión, inspección y sanción por la CNMV. También se presenta ante el órgano supervisor las cuentas anuales del Fondo acompañadas del informe de los auditores dentro del plazo de los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio. Se autorizan expresamente las coberturas que integran lo que se conoce como "mejora crediticia", como es el caso de las permutas financieras, contratos de seguro, contratos de reinversión a tipo garantizado y otras operaciones cuya finalidad sea alguna de las siguientes: aumentar la seguridad por regularidad en el pago de los bonos emitidos; neutralizar las diferencias de tipos de interés entre las participaciones y los valores emitidos; y transformar las características financieras de todos o algunos de dichos valores.

Dado que los FTH son patrimonios carentes de personalidad jurídica es preciso que sean administrados por personas jurídicas dotadas de la correspondiente capacidad jurídica, las Sociedades Gestoras de FTH, cuyo objeto exclusivo será dicha gestión y que también están sometidas al régimen de supervisión, inspección y sanción por la CNMV.

Los valores emitidos con cargo a FTH son los Bonos de Titulización Hipotecaria. Los titulares de estos valores corren con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del Fondo.

4. Mercado hipotecario español

Como ya hemos apuntado anteriormente, el mercado hipotecario español (como en gran parte el europeo continental) está basado en normas de raigambre histórica que persiguen dotar de la mayor seguridad jurídica posible a las transacciones inmobiliarias, sean éstas plenas o como garantía de operaciones financieras: y ello se consigue con un buen sistema de publicidad registral de titularidades y garantías al que acceden únicamente documentos públicos redactados y autorizados por profesionales jurídicos cualificados en los que, además concurre la condición de funcionarios públicos, en el caso español, los Notarios. Esto hace que cualquier adquirente o acreedor hipotecario se encuentre totalmente garantizado en cuanto a la titularidad del derecho real adquirido, sea éste el pleno dominio o un derecho de uso o de garantía.

Este sistema adquiere ahora si cabe un mayor valor a la vista de los problemas derivados de la crisis financiera si los ponemos en comparación con los sistemas de publicidad inmobiliaria propios de los países donde ha surgido primeramente esta crisis. Así, señala el profesor LASARTE⁵¹ que “el sistema de publicidad inmobiliaria estadounidense no es precisamente un ejemplo a seguir, ni nunca ha sido tomado en derecho comparado como un referente «teórico» o como un modelo digno de ser desarrollado”. Registros escasamente fiables en los que “los títulos relativos a la propiedad y a los derechos reales se van compilando generalmente por fecha de llegada, sin que su consulta resulte ni fácil, ni cómoda... ni vinculante o particularmente garantista para terceros”.

“La falta de calificación técnica de los títulos y la inexistencia de normas protectoras del tráfico inmobiliario (o de los terceros adquirentes), se ha dicho muchas veces, sobre todo por ciertos economistas liberales o ultraliberales, facilita el propio tráfico, el intercambio económico, y lo abarata, pues no son necesarios funcionarios especializados, sino meros copistas o amanuenses (o funcionarios de segundo rango) que vayan acumulando la información o los instrumentos relativos a la documentación de un determinado bien inmueble. Siendo ello parcialmente cierto, no lo es menos que las situaciones litigiosas o eventualmente conflictivas relativas a inmuebles resultan a la postre mucho más gravosas desde el punto de vista financiero en la generalidad de los Estados de EE.UU. que en la mayor parte de los Estados integrados en la Unión Europea, pues la falta de confianza en aquel sistema registral exige atender a otros aspectos que, desde el punto de vista macroeconómico, son igualmente evaluables.

De una parte, convendría retener que los Abogados especializados en la materia generan en EE.UU. minutas verdaderamente millonarias, de tal manera que superan sobradamente los honorarios (o aranceles o, en definitiva, la retribución) de los «funcionarios» requeridos por los sistemas de mayor fiabilidad (en nuestro caso, Notarios y Registradores”).

Pero el aspecto apenas comentado es ciertamente episódico: los costes profesionales quedan absolutamente empequeñecidos cuando se atiende a la conmixión existente en los EE.UU. entre el mercado hipotecario y las técnicas aseguradoras, pues la falta de confianza en el sistema de publicidad (inexistente a nivel federal, como ya hemos dicho) conlleva de manera continuada y reiterada que toda operación de préstamo o transmisión inmobiliaria haya de verse acompañada de la correlativa póliza de seguro, siendo esta última, de verdad, la garantía efectiva de la llegada a buen puerto de la singladura u operación económica subyacente.

Hasta el extremo que sigue siendo cierto cuanto afirmara hace un cuarto de siglo, en 1984, el Profesor LACRUZ BERDEJO⁵²: “Piensan algunos autores que la imperfección del Registro norteamericano viene conscientemente mantenida por los incalculables intereses económicos y profesionales implicados en ella (que VÁZQUEZ BOTE sugiere podría alcanzar la suma de 20.000 millones de dólares al año): los despachos de abogados cuyo asesoramiento supone gran parte de su actividad profesional, y los bancos y grupos financieros en combinación con las grandes compañías de seguros, que perderían un sustancioso negocio si la seguridad jurídica inmobiliaria fuera tal que no hubiera necesidad de contratar una póliza garantizando la adquisición o la hipoteca”.

Por ello el cataclismo financiero en EE.UU. no ha afectado sólo a los bancos y entidades financieras, sino que ha arrastrado también a las entidades aseguradoras, unas veces llevándolas a la quiebra otras a pérdidas astronómicas. Así ha ocurrido no sólo con los grupos aseguradores filiales o dependientes de grupos bancarios, como hubiera sido lógico, sino incluso con las empresas aseguradoras de gran calado e independientes funcionalmente de la estructura bancaria, como la propia American Internacional Group (AIG).

⁵¹ LASARTE, C.: “Crisis financiera estadounidense, tercero hipotecario y seguridad inmobiliaria: la STC 6/2008 y la reciente doctrina del TS”, Diario La Ley, número 6899, 7 de marzo de 2008, Págs. 2 y ss.

⁵² LACRUZ-SANCHO, Derecho inmobiliario registral, J. M. Bosch, Barcelona, 1984, pág. 34. Lo mismo en el libro ahora en distribución, firmado, además por varios de sus discípulos, Dykinson, Madrid, 2001, págs. 24 y 25.

Dicho en pocas palabras, como continúa el profesor LASARTE “la yuxtaposición entre la garantía inmobiliaria y la póliza de seguro complementaria es la quintaesencia de la falta de convicción en el sistema jurídico-real y, sobre todo, en el sistema de publicidad de un ordenamiento jurídico, sea o no federal y aunque, con todos los respetos, estemos hablando de la mayor potencia mundial de los últimos siglos”.

Las técnicas financieras estadounidenses a las que acabamos de referirnos, a la postre, equivalen a negar el valor de garantía o crediticio de la condición de propietario, el valor de la hipoteca, en particular, como un instrumento crediticio autónomo que, por tanto, no requiere ni necesita póliza de seguro alguna cuando el sistema de seguridad jurídica preventiva (notarial y registral) puede garantizar a los terceros que verdaderamente pueden confiar en el status inmobiliario reflejado en el registro de la propiedad, como ocurre en la generalidad de los sistemas hipotecarios europeos.

Como concluye LASARTE, “la creación de la hipoteca en su formulación contemporánea, conectada en el caso español con la instrumentación pública a cargo del relevante cuerpo de los Notarios y la garantía que implica la llevanza del Registro de la Propiedad por juristas de gran formación y de pulcritud acreditada, ha sido posiblemente la institución jurídica que, en menor tiempo, ha obtenido un triunfo más esplendoroso y un éxito continuado e *in crescendo*”.

Si a esto le unimos unas entidades de crédito muy profesionalizadas y sometidas a la supervisión e inspección del Banco de España, nos permite concluir que el mercado hipotecario español es de los más seguros del ámbito internacional y ello sin perjuicio de los posibles problemas que con carácter individual hayan surgido o puedan surgir en el futuro.

Bibliografía

ALMOGUERA GÓMEZ, A.: "Régimen de la cesión masiva de préstamos hipotecarios (la titulación hipotecaria)", Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil, Tomo II, Garantías reales, Volumen 2, Garantías inmobiliarias (Coord. U. Nieto Carol). Civitas, 1996.

ALMOGUERA GÓMEZ, A.: La Titulización crediticia. Un estudio interdisciplinar. Civitas, 1995

ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA: "Crecimiento y una mayor integración del mercado hipotecario europeo" (Philip Williamson). Circular número 1 de la Federación Hipotecaria Europea. Traducción realizada por la A.H.E., enero 2007.

ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA: Los mercados hipotecarios e inmobiliarios europeos durante 2004-2005, febrero 2006.

BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de crédito. Thomson-Aranzadi, 2006.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS: Libro verde sobre servicios financieros al por menor en el mercado único, 30 de abril de 2007.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS: Libro Verde. El crédito hipotecario en la U.E. Bruselas, 19 de julio de 2005.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES: White paper on the integration of EU mortgage credit markets, 18.12.2007.

DELGADO RAMOS, J.: "Los principios hipotecarios tras la Ley 41/2007, de reforma del sistema hipotecario", www.notariosyregistradores.com, 13 de marzo de 2008.

DÍAZ FRAILE, J.M.: La ejecución hipotecaria en mercado secundario. Cuadernos de Derecho Registral, 2008.

GIL, G.: "Titulización de activos: perspectivas desde un banco central", primer Foro Español de Titulización, Marrakesh, 11 de noviembre de 2005.

LASARTE, C.: "Crisis financiera estadounidense, tercero hipotecario y seguridad inmobiliaria: la STC 6/2008 y la reciente doctrina del TS", Diario La Ley, número 6899, 7 de marzo de 2008.

LONDON ECONOMICS: Los costes y beneficios de la integración de los mercados hipotecarios de la U.E. (traducción privada de determinados capítulos del informe realizada por la Asociación Hipotecaria Española), agosto 2005.

LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M. y MUÑOZ DE BENAVIDES, C.: "Principales novedades de la Ley 41/2007 con relación al ámbito del mercado hipotecario y el sistema financiero", Diario La Ley, número 6864, 18 de enero de 2008.

MADRID PARRA, A.: "Los valores hipotecarios tras la Ley 41/2007", Derecho de los Negocios, número 214, julio 2008.

MADRID PARRA, A.: "La reforma del mercado secundario", en Hacia un nuevo Derecho Hipotecario. Estudios sobre la Ley 41/2007, de Reforma del Mercado Hipotecario. Consejo General del Notariado, 2008.

MARTÍN DIZ, F.: La ejecución de la garantía hipotecaria sobre bienes inmuebles. Su tratamiento legal en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil. Editorial Comares, 2008.

MUNUERA CEBRIÁN, J.: "Los instrumentos de refinanciación tras la Ley de Reforma del Mercado Hipotecario", Revista de Derecho del Mercado de Valores, número 3, julio-diciembre 2008.

MUÑOZ ESPADA, E., NASARRE AZNAR, S. y SÁNCHEZ JORDÁN, E.: Un modelo para una eurohipoteca. Desde el informe Secre hasta hoy. Cuadernos de Derecho Registral, 2008.

NASARRE AZNAR, S.: La garantía de los valores hipotecarios. Centro de Estudios Registrales de Cataluña, Marcial Pons, 2003.

PARDO NUÑEZ, C.: "La organización del tráfico inmobiliario. El sistema español ante el Derecho comparado", Homenaje a José María Chico y Ortiz. Centro de Estudios Registrales, Marcial Pons, 1995.

ROCA SATRE, R.Mª, ROCA-SASTRE MUNCUNILL, L. Y BERNÀ I XIRGO, J.: Derecho Hipotecario. Tomo X, Bosch, 2009

RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, J.S.: "El libro blanco sobre el mercado hipotecario y la función de los registros de la propiedad europeos", Diario La Ley, número 6936, 30 de abril de 2008.

RODRÍGUEZ, L., CALVO, A., PAREJO, J.A. y CUERVO, A.: Manual de Sistema Financiero Español. Ariel, 2008.

SANJUAN y MUÑOZ, E.: "Cédulas y bonos hipotecarios en supuestos concursales", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, número 9, segundo semestre de 2008.

SERRANO ALONSO, E.: Conceptos Fundamentales del Derecho Hipotecario. Editorial Forum. Oviedo, 1993

TAPIA HERMIDA, A.J.: "Instituciones financieras para la mejora del mercado inmobiliario: los fondos de titulización (en particular los fondos de titulización hipotecaria) y las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias (en particular, los fondos de inversión inmobiliaria)", Revista de Derecho del Mercado de Valores, número 3, julio-diciembre 2008.

TAPIA HERMIDA, A.J.: Derecho del Mercado de Valores, Bosch, 2000

VALLE CORREDOR, L. del: "El proyecto de ley de reforma del mercado hipotecario", Revista de Derecho del Mercado de Valores, número 1, julio-diciembre 2007.

VALLE MUÑOZ, J.L.: "La reforma del Mercado secundario de hipotecas" (comunicación presentada al III Congreso Nacional de Registradores, Granada, 30 de octubre a 1 de noviembre de 2006).

Ubaldo Nieto Carol

Nacido en Madrid en 1962. Ex-alumno del CUNEF. En 1985 obtiene los títulos de Licenciado en Derecho, Actuario de Seguros y Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales con Premio Extraordinario y Premio Nacional de Terminación de Estudios. En 1992 obtiene el grado de DOCTOR en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid con la calificación de sobresaliente cum laude.

En 1989 ingresa por oposición en el Cuerpo de Corredores de Comercio Colegiados y desde 1993 hasta el 2000 fue Director del Servicio de Estudios de su Consejo General.

Hasta el año 2000 ha sido Profesor de Derecho Bancario y del Mercado de Valores del C.U.N.E.F. donde hoy imparte la asignatura de "Contratación Bancaria" en el Master en Finanzas. Ha sido también Profesor de la Escuela de Práctica Jurídica de la Universidad de Castilla-La Mancha, y ha dirigido e impartido distintos Cursos destinados a Jueces y Magistrados bajo el patrocinio del Consejo General del Poder Judicial.

Autor de varios libros y de numerosos trabajos especialmente en temas de Mercado de Valores, Derecho Bancario y Derecho de Sociedades, uno de los cuales ("La liquidez en los contratos bancarios") fue galardonado en 1992 con el Premio Nacional de la revista jurídica La Ley al mejor artículo doctrinal.

Notario de Valencia desde el año 2000.

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.

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