

Reforma del mercado hipotecario a 2009 y crisis financiera

por

AGUSTÍN MADRID PARRA
*Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad «Pablo de Olavide»
Sevilla*

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

1. REFORMA DEL MERCADO HIPOTECARIO:

- 1.1. LA REFORMA DE 1991.
- 1.2. LA REFORMA DE 2007:
 - 1.2.1. *Mercado secundario.*
 - 1.2.2. *Préstamos y créditos.*
 - 1.2.3. *Entidades emisoras.*
 - 1.2.4. *Créditos hipotecarios «movilizables».*
 - 1.2.5. *Cédulas hipotecarias.*
 - 1.2.6. *Bonos hipotecarios.*
 - 1.2.7. *Régimen de ejecución de la garantía en cédulas y bonos en una situación concursal.*
 - 1.2.8. *Valores con garantía mobiliaria.*
- 1.3. LA REFORMA DE 2009:
 - 1.3.1. *Finalidad de préstamos y créditos.*
 - 1.3.2. *Simplificación del régimen de emisión de los valores hipotecarios.*
 - 1.3.3. *Mercado secundario de valores hipotecarios.*

2. FUNCIÓN Y REGULACIÓN DE LA TITULIZACIÓN HIPOTECARIA:

- 2.1. FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA.
- 2.2. BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA.
- 2.3. «SECURITIZACIÓN» O TITULIZACIÓN Y MERCADO.

3. CRISIS FINANCIERA Y CRÉDITO HIPOTECARIO.

4. CONCLUSIÓN.

5. REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA.

INTRODUCCIÓN (1)

Se aborda la reforma del mercado hipotecario en España, si bien no se hace con pretensiones de que sea un análisis exhaustivo. Al contrario, se realiza una aproximación sólo a determinados elementos especialmente relacionados con el ámbito de los instrumentos de movilización del crédito hipotecario, esto es, los valores hipotecarios, que constituyen el pasivo del mercado hipotecario. No obstante, se deja constancia de la existencia de importantes modificaciones en el ámbito del activo, esto es, el de la generación de los créditos hipotecarios susceptibles de movilización para su refinanciación en el mercado hipotecario.

Por las circunstancias temporales en que se produce la reforma (2007-2009), es inevitable hacer referencia al punto de conexión entre el mercado hipotecario y la crisis financiera mundial de 2008. Pero tampoco aquí se pretende agotar, cosa harto difícil, el examen de todos los elementos de incidencia o causalidad entre el mercado hipotecario y dicha crisis económica. Más bien se trata de dejar constancia de la existencia de interrelación entre ambas materias, especialmente a través del denominado proceso de «securización» o titulación de créditos hipotecarios.

Por tanto, primero haré una aproximación a las más recientes reformas en el régimen jurídico del mercado hipotecario, destacando los aspectos más relevantes. Pasaré después a glosar brevemente la regulación de la titulación hipotecaria en cuanto instrumento del sistema financiero que facilita la movilización de los créditos hipotecarios. Y finalizaré con una reflexión sobre la conexión entre movilización hipotecaria y crisis financiera.

1. REFORMA DEL MERCADO HIPOTECARIO

La regulación del mercado hipotecario en España se lleva a cabo en la penúltima década del siglo XX. Primero se promulga la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (*BOE* núm. 90, de 15 de abril).

(1) Se sistematizan aquí las ideas maestras expuestas por el autor en sendas conferencias pronunciadas en la Academia Matritense del Notariado, el día 15 de enero de 2009, y en la Academia Sevillana del Notariado, el día 22 de junio de 2009. Este trabajo se enmarca dentro del Proyecto de Investigación del Plan Nacional I+D+i, SEJ2007-65485/JUR: «El comercio electrónico, con particular referencia al sistema financiero», subvencionado por el Ministerio de Educación y Ciencia y cofinanciado por el FEDER, en el que el autor aparece como investigador principal. Asimismo es tributario de una estancia investigadora en la Universidad de Harvard (Cambridge, Ma., USA) como «Visiting Researcher» y «Fellow» del Real Colegio Complutense en aquella Universidad, habiendo contado con financiación para la movilidad del profesorado universitario, aportada por el Ministerio de Ciencia e Innovación.

Al año siguiente se publicó el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (*BOE* núm. 83, de 7 de abril), que dio paso al efectivo arranque del mercado. El impulso del mercado hipotecario que supuso aquella nueva regulación se insertaba en el contexto de liberalización y modernización de nuestro sistema financiero, que arrancó de los Pactos de la Moncloa y que caracterizó, desde el punto de vista económico, el comienzo del nuevo tiempo democrático de la España de las postrimerías del segundo milenio.

El régimen jurídico del mercado hipotecario pretende facilitar un cauce que posibilite la refinanciación hipotecaria en los mercados de capitales. Para ello se actúa tanto del lado de los créditos hipotecarios como de los instrumentos financieros que permiten su circulación en el mercado. Si convenimos en denominar mercado primario aquel en el que se generan los créditos hipotecarios y secundario aquel otro en el que se refinancian, se puede afirmar que la regulación específica del mercado hipotecario incide más en la segunda parte que en la primera, esto es, en el mercado secundario que en el primario. El crédito hipotecario en España gozaba de sólida base jurídica. Sus dos pilares básicos eran y son los principios de publicidad y especialidad consagrados en la venerable Ley Hipotecaria de 1861 y en el vigente texto refundido de 1946, muchas veces modificado. Sin embargo, la movilización del crédito territorial había estado constreñida a la emisión de cédulas hipotecarias por parte del Banco Hipotecario de España, que durante un siglo gozó del privilegio de ser el único que podía emitir dichos títulos. Era evidente que la creación de un verdadero mercado hipotecario exigía un nuevo marco normativo que regulase un mercado secundario moderno. A satisfacer tal necesidad vinieron las mencionadas disposiciones de los años ochenta del siglo XX.

Al cumplirse la primera década de vida de la Ley del mercado hipotecario (LMH: Ley 2/1981, de 25 de marzo), tuvo lugar en 1991 una primera reforma significativa de la regulación del mercado hipotecario, si bien sólo con rango reglamentario. Dieciséis años después, la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, acometió una verdadera reforma del régimen jurídico del mercado hipotecario. Dos años más tarde, en mayo de 2009, el necesario desarrollo reglamentario de esta Ley se ha plasmado en un nuevo Reglamento del mercado hipotecario (RMH), dando lugar a la más reciente reforma del marco normativo que rige dicho mercado.

1.1. LA REFORMA DE 1991

La reforma se llevó a cabo mediante el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, por el que se modifican determinados artículos del Real Decreto 685/

1982, de 17 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (*BOE* núm. 191, de 10 de agosto; corrección de errores en *BOE* núm. 251, de 19 de octubre). Incidió especialmente, por lo que aquí interesa, sobre la forma de representación de los valores hipotecarios y sobre el régimen jurídico de las participaciones hipotecarias (desarrollando, conforme a la LMH, su configuración como instrumento de cesión parcial del crédito hipotecario). La Ley del Mercado de Valores (LMV) había introducido en 1988 en nuestro ordenamiento jurídico la posibilidad de que, con carácter general, los valores negociables podían estar representados «por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos» (art. 5.º). En 1991 se modificó el RMH para contemplar esta posibilidad. El Real Decreto 1289/1991 así lo recogió, tanto de manera implícita en una norma de carácter general, cual fue el texto del artículo 46.1 con remisión a la normativa reguladora del mercado de valores para la emisión de cédulas y bonos hipotecarios, como de forma explícita en disposiciones particulares como los artículos 44.2, 61.1, ó 53.6. En el artículo 44.2 del RMH se hacía expresa mención de la posibilidad de emisión de cédulas hipotecarias por medio de anotaciones en cuenta. En los artículos 61.1 y 64.2 se contemplaba esta misma forma de representación para la emisión de participaciones hipotecarias.

Se introdujo el número 6 del artículo 53 del RMH, según el cual cuando «se trate de valores representados por medio de anotaciones en cuenta se estará a lo que resulte de la normativa general reguladora de los mismos» para determinar quién sea la persona legitimada para el cobro del principal e intereses. Si bien se hablaba de valores en términos genéricos, el precepto se estaba refiriendo, por su inserción sistemática, a cédulas y bonos hipotecarios. Conforme al artículo 11 de la LMV, la «persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta» (2).

En cuanto a la admisión de los títulos hipotecarios a negociación en Bolsa, el artículo 81 del RMH contenía una norma específica. El Real Decreto 1289/1991 le dio nueva redacción para, una vez más, remitir a la normativa general en la materia, esto es, a la Ley del Mercado de Valores y normas de desarrollo. Comenzaba así el proceso por el cual el específico régimen

(2) Texto que también recoge el artículo 15.1 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (*BOE* núm. 44, de 20 de febrero; corrección de erratas en *BOE* núm. 62, de 12 de marzo). Vid. MADRID PARRA, A., «La legitimación en los valores anotados», en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Universidad de Valladolid, Valladolid, 1998, págs. 799-825.

jurídico aplicable al mercado secundario de títulos hipotecarios se iba aproximando al régimen general de los valores negociados en los mercados secundarios (3).

1.2. LA REFORMA DE 2007

La publicación de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria (*BOE* núm. 294, de 8 de diciembre) ha significado la gran reforma del mercado hipotecario español. Se produce a los veinticinco años de la puesta en funcionamiento del moderno mercado hipotecario que instauró la ya mencionada Ley 2/1981.

Esta reforma es una exigencia derivada de la evolución de los mercados de valores españoles y europeos en el proceso de construcción de un sistema financiero europeo integrado. La reforma no significa, a este respecto, un punto de llegada. Al contrario, más bien hay que calificarla como un primer paso o punto de partida por lo que al mercado hipotecario se refiere. Mientras en otros sectores del sistema financiero los cambios normativos han sido constantes —en muy significativa medida por mor de la transposición de Directivas Comunitarias—, en el mercado hipotecario se ha gozado de una relevante estabilidad normativa. Pero el dinamismo de la economía y de los mercados termina requiriendo, tarde o temprano, las necesarias adaptaciones y respuestas a las nuevas demandas que la realidad económica y social plantean. La propia expansión del crédito hipotecario, que, en palabras del Preámbulo de la Ley, se ha reflejado en el crecimiento del mercado español de cédulas hipotecarias que ha alcanzado las primeras posiciones por volumen emitido en Europa, ha hecho necesario que se tomen medidas dirigidas a propiciar el correcto funcionamiento del mercado, «de forma que se consolide el crecimiento del mercado de títulos hipotecarios, por un lado, y no se discrimine regulatoriamente entre las diferentes opciones de préstamo o crédito hipotecario abiertas a los clientes por el otro. Especialmente, en una coyuntura actual de subida moderada de los tipos de interés de referencia» (4).

(3) Vid. MADRID PARRA, A., «Reforma del Mercado Hipotecario tras una década», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 49, enero-marzo de 1993, págs. 43-83.

(4) A febrero de 2009 el saldo vivo de valores (de todo tipo) con garantía hipotecaria admitidos a negociación ascendía a 506.758 millones de euros (ASOCIACIÓN HIPO-TECARIA ESPAÑOLA: *Estadística de títulos hipotecarios AIAF 2008 - Febrero 2009*, <http://www.ahe.es>).

Este era el contexto económico español y europeo en el que se lleva a cabo la tramitación de la Ley 41/2007, a saber: el del crecimiento del volumen de préstamos hipotecarios concedidos y de cédulas hipotecarias emitidas, así como el incremento de los tipos de interés (5). Sin embargo, la Ley ve la luz en el Boletín Oficial del Estado justo cuando se empieza a visualizar una importante crisis económica mundial que eclosiona en 2008. Al año de vida de la Ley lo que acontece en la economía es justamente lo contrario del escenario apuntado en la Exposición de Motivos. A partir del último trimestre de 2008 tiene lugar una brutal reducción del crédito en general y del hipotecario, en particular. Los tipos de interés descienden. En general se produce, no ya un estancamiento o reducción del crecimiento económico, sino una verdadera recesión.

Se ha de tener presente este dato a la hora de valorar la incidencia fáctica de la reforma de 2007. Evidentemente la actual situación de crisis financiera aminorará los efectos positivos de la misma (6). Constituye una incógnita la fijación de una fecha para la superación de la crisis. Parece, no obstante, que se acabará superando la situación, con independencia de cuánto se alargue el *periodo* para alcanzar tal objetivo. En la medida, pues, en que la actividad económica se vaya reactivando, las medidas adoptadas por la Ley 41/2007 podrán ser objeto de contraste al aplicarse para un mejor desarrollo del mercado hipotecario, especialmente por lo que al mercado secundario se refiere.

La Ley 41/2007 ha reformado el mercado hipotecario secundario en las siguientes materias:

- Entidades emisoras de valores hipotecarios: se adapta la LMH al vigente cuadro legal de entidades de crédito.
- Se mejora la calidad crediticia de los valores hipotecarios.
- Se admite la movilización de créditos presentes o futuros garantizados con hipoteca de seguridad en su modalidad de máximo.
- Se introduce la posibilidad de respaldar, a efectos de liquidez, la emisión de valores hipotecarios con activos de sustitución inmovilizados y con instrumentos financieros derivados.

(5) URÍA califica la Ley 41/2007 «a la vez, tardía y oportuna»: Tardía porque, pensada (hacia 2004) para una situación de expansión económica, llega en un momento de contracción del crédito; no obstante, es oportuna por «su clara apuesta por mejorar las posibilidades de financiación con garantía mobiliaria, y su correlativa movilización, la extensión de las posibilidades de refinanciación de créditos con garantía hipotecaria...» (URÍA FERNÁNDEZ, FRANCISCO, «Conclusiones provisionales a propósito de la Ley 41/2007», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 112, 2008, pág. 10).

(6) Quizá por esta situación se tramitó muy lentamente en las Cortes Generales el Proyecto de Ley por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI). Vid. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., «El Proyecto de Ley por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 113, 2009, págs. 275-282.

- Se suprime el requisito de la nota marginal en el Registro de la Propiedad para afectar los créditos hipotecarios a una emisión de bonos hipotecarios.
- Se da entrada a la sofisticación financiera en la emisión de cédulas y bonos hipotecarios, permitiéndose diseñar la emisión con las características que se desee, entre las cuales se puede encontrar la posibilidad de amortización anticipada.
- Se crea un registro contable de los créditos hipotecarios de cobertura de la emisión de cédulas y bonos hipotecarios.
- En relación con las garantías en caso de situación concursal del emisor, se lleva a cabo una adecuación del texto de la LMH al nuevo régimen contenido en la Ley Concursal de 2003.
- Se reconoce la indiferencia del destino de los préstamos que pueden constituir cobertura para la emisión de valores hipotecarios.
- Se añaden dos artículos a la LMH y se modifica la Ley de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de 1954 para admitir la movilización de los créditos garantizados con primera hipoteca mobiliaria o primera prenda sin desplazamiento con aplicación del mismo régimen jurídico establecido para los valores hipotecarios.

Sería excesivamente prolijo abordar aquí todas y cada una de las cuestiones mencionadas. Se darán sólo unas pinceladas sobre algunas de las materias reformadas.

1.2.1. Mercado secundario

Como ya se ha apuntado, hay modificaciones que afectan al mercado primario. Así, por ejemplo, se puede citar la nueva posibilidad de movilizar créditos hipotecarios garantizados con hipoteca de máximo. A este efecto se introdujo el nuevo artículo 153.bis en la Ley Hipotecaria. En otros supuestos el mercado primario se ve afectado en la reforma de la propia LMH. Así sucede cuando el legislador eleva de rango el régimen jurídico de las sociedades de tasación y lo incluye en los artículos 3 a 3.ter de la LMH.

Pero dijimos que las reformas inciden más en el mercado secundario que en el primario. Por eso nos centramos principalmente en el mercado secundario. Avanzando sobre una primera aproximación terminológica, conviene señalar que los términos primario y secundario pueden tener un significado ambiguo en el contexto del mercado hipotecario.

Desde un punto de vista puramente lingüístico la expresión «mercado secundario» está evocando la existencia de un previo «mercado primario». Por regla general, tal aseveración no plantea problema en la mayoría de los

mercados existentes, sea cual fuere la naturaleza de éstos. En los mercados primarios tiene lugar la colocación inicial del producto, obteniendo los compradores la titularidad originaria, mientras que en los mercados secundarios tiene lugar la posterior circulación en el tráfico jurídico produciéndose la adquisición derivativa de los productos. La cuestión reside precisamente en la previa limitación del producto, elemento o servicio que es objeto de transacción en el mercado.

En puridad se puede hablar de dos circuitos dobles perfectamente definidos e identificados. Existen los créditos hipotecarios, a veces denominados simplemente hipotecas (por ejemplo, en la literatura estadounidense), y los valores hipotecarios. Unos y otros pueden tener sus respectivos mercados primarios y secundarios. Así:

- A) En el mercado primario de hipotecas se conceden préstamos y se generan créditos hipotecarios. La transmisión, cesión o venta de éstos tiene lugar en el mercado secundario de hipotecas.
- B) Los valores hipotecarios, a su vez, son emitidos, colocados y vendidos en su mercado primario, que es donde tiene lugar la emisión y suscripción de los mismos. Luego, en los mercados secundarios, pueden tener lugar sucesivas transmisiones de aquéllos; es decir, circulan en el mercado secundario.

La confusión o sentido ambivalente de la expresión mercado secundario proviene del hecho de considerar la emisión y circulación de los valores hipotecarios como el mercado secundario de las hipotecas. Las propias hipotecas o créditos hipotecarios pueden ser objeto de transmisión en su mercado secundario. Lo que sucede es que no siempre el objeto de la transmisión o cesión son las hipotecas mismas, sino que se acude a un proceso de «securitización» o titulización, esto es, de conversión en valores como mecanismo financiero más ágil para la colocación y negociación en los mercados. La finalidad económica es la misma: la refinanciación; pero se consigue por cauces jurídicos diferentes. En el primer caso se acude a la cesión ordinaria de un crédito hipotecario (7), mientras que en el segundo se efectúa una emisión de valores, que son objeto de suscripción en un mercado primario y, posteriormente, se negocian en un mercado secundario.

En consecuencia, cuando en el mercado hipotecario se utiliza la expresión mercado secundario habrá que prestar atención a si se refiere al mercado secundario de hipotecas o al mercado secundario de valores hipotecarios. El

(7) Sobre transmisión de créditos hipotecarios, vid. PARRA LUCÁN, M.^a Á., «Los principios generales de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, de modificación de la Ley del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 711, 2009, pág. 316 y sigs.

primero incluye al segundo y al mercado primario de emisión de valores. En este sentido amplio se utiliza la expresión anglófona «secondary mortgage market» («mercado secundario de hipotecas»). En una acepción más delimitada, que suele ser la habitual en nuestro contexto jurídico, el mercado secundario viene referido al ámbito de circulación de los valores, que es el que, en última instancia, insufla liquidez al sistema y, por ende, permite la refinanciación manteniendo activo y eficiente el conjunto del sistema (8).

En términos generales, cuando en el contexto del mercado hipotecario se habla de mercado primario se está poniendo el centro de atención en las hipotecas y la generación de los créditos hipotecarios. Cuando se habla de mercado secundario, el centro de interés se coloca en los valores hipotecarios, como instrumentos de movilización del crédito hipotecario. Al tratar aquí de la reforma del mercado secundario nos ocupamos, fundamentalmente, de la nueva regulación de valores hipotecarios como cédulas y bonos, o de la nueva posibilidad de colocar en el mercado valores, sometidos básicamente al régimen jurídico contenido en la LMH, pero cuyo respaldo financiero son créditos, no ya con garantía hipotecaria inmobiliaria, sino con garantía de hipoteca mobiliaria o de prenda sin desplazamiento.

1.2.2. Préstamos y créditos

El texto originario de la LMH solía referirse a préstamos hipotecarios o a créditos hipotecarios, según los casos. La idea subyacente era que en el desarrollo de la actividad crediticia se celebran contratos de préstamo con destino a la financiación de la construcción y la adquisición de vivienda (9), que generan créditos hipotecarios en el activo de las entidades de crédito. Para su refinanciación se articula un mecanismo por el cual dichos créditos son objeto de movilización mediante la emisión de valores que se colocan y negocian en los mercados financieros.

(8) Sobre mercados primarios y secundarios, vid. MADRID PARRA, A., *El Mercado Hipotecario (EE.UU.-España)*, Banco Hipotecario de España, Madrid, 1988, pág. 461 y sigs. En el Informe 2007/2008 del Consejo de Estado al Proyecto de Real Decreto 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, de 23 de diciembre de 2008, se conceptúa el mercado hipotecario en los siguientes términos: «Se entiende por mercado hipotecario de forma amplia tanto el de tipo primario, esto es, el que se ocupa de la realización de los préstamos hipotecarios (a su vez, bien en la forma de operaciones activas de concesión de tales préstamos, bien en la de operaciones pasivas de emisión de ciertos títulos con respaldo en dichas operaciones), como también el mercado hipotecario secundario, de negociación de los títulos hipotecarios emitidos».

(9) Ahora no necesariamente. El destino que el deudor hipotecario dé a los fondos obtenidos resulta irrelevante.

La LMH, por tanto, sólo contemplaba los derechos de crédito que nacían de un préstamo hipotecario. El nuevo texto legal amplía el panorama. Cuando antes el texto legal mencionaba sólo préstamos, ahora se inserta «y créditos», aunque no siempre. Así sucede, por ejemplo, en los artículos 2, 5, 6 y 11; pero no en los también modificados artículos 1 y 4. Obviamente, en artículos no modificados, como el 9, sigue apareciendo el término préstamos sin la adición «y créditos». De esta guisa queda un texto «parcheado», con las inconsistencias lingüísticas derivadas de modificaciones parciales sin redacción total revisada y coherente. No deja de llamar la atención que en similar contexto de contenido y redacción en los artículos 1 y 2 no se siga un mismo criterio. Así, en el artículo 2 se añade que las entidades podrán otorgar «préstamos y créditos y emitir...»; mientras que en el artículo 1 se mantiene el texto original diciendo que las entidades «podrán conceder préstamos hipotecarios y emitir..., sin referencia alguna a la concesión de crédito».

Parece claro el mensaje del legislador: la cartera a movilizar en el mercado secundario son créditos hipotecarios que, generalmente, nacerán de un préstamo hipotecario, pero que no tiene que ser así necesariamente. Puede nacer de cualquier otra relación jurídica, por ejemplo, una apertura de crédito en cuenta corriente, máxime cuando ya la garantía no se limita a la hipoteca ordinaria o de tráfico, sino que se incluye también la hipoteca de máximo.

La opción de política legislativa de ampliar, flexibilizando, los créditos que pueden ser objeto de movilización adolece, unas veces, como se ha señalado, de insuficiente modificación del texto legal, mientras que en otras incurre en posibles imprecisiones jurídicas. Así sucede, por ejemplo, en el artículo 5 cuando se sitúan en un mismo plano préstamos y créditos a la hora de fijar los requisitos que les hagan susceptibles de movilización mediante la emisión de valores. Se produce una anómala confusión conceptual por asimilación entre conceptos, instrumentos o instituciones jurídicas diferentes que no están en el mismo plano: el préstamo es un contrato, el crédito no. El préstamo, en cuanto contrato, es fuente de obligaciones. El crédito es el derecho frente al deudor en la relación obligacional nacida de un contrato, como puede ser, por ejemplo, el de préstamo. *Stricto sensu* lo que se moviliza no es el préstamo, sino el crédito, con independencia de que éste nazca de un contrato de préstamo o de cualquier otro contrato o fuente de las obligaciones (art. 1.089 CC).

1.2.3. Entidades emisoras

La Ley 41/2007 adapta el texto del artículo 2 de la LMH a la nueva realidad del elenco de entidades de crédito admitidas en nuestro ordenamiento jurídico. Casi todas las entidades de crédito pueden emitir valores hipoteca-

rios, pero no absolutamente todas. Pueden hacerlo aquéllas que enuncia el artículo 2 de la LMH. La redacción original de la Ley de 1981 recogía la práctica totalidad de las entidades de crédito, a saber: las entidades oficiales de crédito, entre las que se hacía mención expresa del Banco Hipotecario, las Cajas de Ahorro, con mención también expresa de la Caja Postal de Ahorros, los bancos privados y el Banco Exterior de España, las cooperativas de crédito, las entidades de financiación y las sociedades de crédito hipotecario, nuevo tipo de entidad financiera que la LMH creó.

Como se puede apreciar, se seguía un criterio de amplia admisión de entidades financieras para participar en el mercado hipotecario, primero concediendo préstamos, y después refinanciando mediante la emisión de valores hipotecarios, si bien no todas ellas podían emitir cédulas hipotecarias. El listado de entidades de crédito mencionadas en el artículo 2 de la LMH ha permanecido intacto desde marzo de 1981 hasta diciembre de 2007. Sin embargo, durante ese largo periodo de tiempo la configuración de nuestro sistema financiero ha cambiado mucho y, en consecuencia, el mapa de las entidades de crédito también.

Con nuestra incorporación a las Comunidades Europeas se inició en 1986 un proceso de adaptación del ordenamiento jurídico español a las exigencias del acervo comunitario. Entre las disposiciones dictadas se encuentra el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, de adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas (*BOE* núm. 155, de 30 de junio). De la mano del Derecho Comunitario llegaba en el artículo 1 de esta disposición un concepto de entidad de crédito (en el texto de 1986, «establecimiento de crédito») y una relación de las entidades financieras calificadas como entidades de crédito. Esa relación ha sido modificada en 1988, 1994 y 2002, en una especie de operación acordeón ampliando, reduciendo, ampliando. Según el texto vigente, conforme a la redacción dada por el artículo 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (*BOE* núm. 281, de 23 de noviembre; corrección de errores en *BOE* núm. 33, de 7 de febrero de 2003). «Se conceptúan entidades de crédito:

- a) El Instituto de Crédito Oficial.
- b) Los Bancos.
- c) Las Cajas de Ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- d) Las Cooperativas de Crédito.
- e) Los Establecimientos Financieros de Crédito.
- f) Las Entidades de Dinero Electrónico».

El nuevo texto del artículo 2 de la LMH, conforme a la redacción dada por el artículo 2 de la Ley 41/2007, dice: «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».

Comparando los dos textos legales transcritos, se constata que no están todas las entidades de crédito. La lista sí incluye todas las entidades de crédito enumeradas en el artículo 1 del Real Decreto legislativo 1298/1986, en la redacción dada por 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 (BOE núm. 90, de 15 de abril). Pero la Ley 44/2002 añadió en el texto vigente los establecimientos financieros de crédito y las entidades de dinero electrónico. Sólo estas últimas no pueden emitir valores hipotecarios. Aparece claro, pues, que se sigue manteniendo el criterio primigenio de propiciar la más amplia participación posible de las entidades de crédito en el mercado hipotecario. En realidad la única entidad de crédito de la lista que se deja fuera constituye un tipo especial de entidad de crédito, cuyo objeto social ha de circunscribirse a la emisión de dinero electrónico y actividades conexas o auxiliares, pero en ningún caso a la concesión de préstamos o créditos (9 bis).

Se pretende, pues, potenciar al máximo el mercado hipotecario para canalizar financiación hacia la construcción en general y la vivienda en particular, con el fin de propiciar la efectividad del derecho al disfrute de una vivienda digna y adecuada (art. 47 de la Constitución). De ahí que, a pesar de su literalidad, el artículo 2 de la LMH no se está limitando a enumerar entidades de crédito. El nuevo texto legal ha mantenido la anterior dicción del legislador: «cuando así lo permitan sus respectivos estatutos, las entidades oficiales de crédito». En 1981 no existía el listado de las entidades de crédito,

(9 bis) La Directiva 2009/110/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión, prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las Directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE, y se deroga la Directiva 2000/46/CE (DOUE de 10 de octubre de 2009) vuelve a no considerar entidad de crédito a las entidades de dinero electrónico. Los Estados miembros han de adaptar su legislación a la Directiva a más tardar el 30 de abril de 2011 (art. 22.1). Vid. MADRID PARRA, A., «Dinero electrónico: Reflexiones sobre su calificación jurídica», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 116, octubre-diciembre de 2009, págs. 42-44, y en *Derecho del sistema financiero y tecnología*, Madrid, 2010, págs. 47-48.

que ahora se encuentra en el ya visto artículo 1 del Real Decreto legislativo 1298/1986. Pero, además, el texto de 1981 del artículo 2 de la LMH comenzaba diciendo: «Las entidades financieras que a continuación...». Si la nueva redacción dada por la Ley 41/2007 hubiese respetado ese encabezamiento, no habría problema alguno. Los valores hipotecarios podrían ser emitidos por entidades financieras, casi todas las entidades de crédito, y alguna entidad que, a pesar del nombre (entidad oficial de crédito), pudiera no tener la condición de entidad de crédito si no está dentro del listado del ya reiterado artículo 1 del Real Decreto legislativo 1298/1986.

Así, sucede que de las posibles entidades oficiales de crédito, estatales o autonómicas, sólo el Instituto de Crédito Oficial está mencionado en el listado de entidades de crédito, donde el legislador podía haber dicho «entidades oficiales de crédito». Pero no lo hizo. Con lo cual sólo tiene reconocida la naturaleza de entidad de crédito el Instituto de Crédito Oficial, pero no las demás entidades oficiales de crédito. A los mercados de valores concurren como emisores, no sólo las entidades de crédito, sino toda clase de emisores que reúnan los requisitos generales establecidos por la Ley del Mercado de Valores. Está, por tanto, en perfecta armonía con esta Ley lo dispuesto en el artículo 2 de la LMH, admitiendo que entidades que no son de crédito pueden emitir valores hipotecarios. La falta de sincronía se pone de manifiesto al hablar el nuevo texto de entidades de crédito (concepto restringido) en vez de entidades financieras (concepto más amplio) (10). Hubiera bastado con que en el artículo 2 se hubiese hecho como en el 1, esto es, respetar la expresión anterior: entidades financieras. Pero el legislador de 2007 la ha mantenido en el artículo primero, mas no en el segundo. De esa forma se da la inconsistencia de denominar entidades de crédito a entidades que formalmente no lo son: las entidades oficiales de crédito, excepción hecha del Instituto de Crédito Oficial. Estas entidades pueden ser agencias financieras estatales o autonómicas, si el respectivo Estatuto de Autonomía así lo contempla, que tienen como objetivo proporcionar financiación para determinados sectores de la actividad económica, entre los que se puede encontrar la construcción y la adquisición de vivienda. Si generan créditos hipotecarios, pueden emitir y poner en circulación valores hipotecarios para obtener refinanciación.

Por tanto, pueden ser emisores de valores hipotecarios todas las entidades de crédito, excepto las entidades de dinero electrónico y las entidades oficiales de crédito cuyos respectivos estatutos así se lo permitan. Con independencia del domicilio y la nacionalidad de la entidad emisora, el régimen jurídico

(10) Por ejemplo, la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre régimen jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca (*BOE* núm. 61, de 12 de marzo) califica como entidades financieras a las sociedades de garantía recíproca (art. 1) y a las sociedades de reafianzamiento (art. 11), pero no tienen la condición de entidades de crédito al no aparecer así conceptuadas en el artículo 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986.

contenido en la LMH y en las disposiciones de desarrollo se aplicará a todos los valores hipotecarios que se emitan en territorio español (art. 1, párr. 2.º LMH, añadido por la Ley 41/2007).

1.2.4. *Créditos hipotecarios «movilizables»*

El legislador busca la calidad de los créditos hipotecarios susceptibles de movilización mediante la emisión de valores hipotecarios. A mayor calidad de aquéllos más fácil y con menor costo será la refinanciación de los mismos en los mercados de valores. En consecuencia, no cualquier crédito hipotecario que tenga en su haber la entidad financiera puede ser objeto de refinanciación por la vía de servir de cobertura a la emisión de valores hipotecarios. Han de reunir determinados requisitos que son los que, en última instancia, ofrecen la calidad crediticia que los mercados de valores demandan para asegurar su aceptación y negociación como instrumentos financieros de elevada calificación.

En esta materia me limitaré a mencionar dos cuestiones relacionadas con las modificaciones introducidas por la Ley 41/2007:

1.^a Tiene que ver con la especial solidez jurídica de los créditos que se instrumenta en el texto de los artículos 5 y 10 de la LMH a los que la Ley 41/2007 dio nueva redacción. El artículo 5 estipula los requisitos básicos exigidos a los créditos hipotecarios. El texto originario se refería sólo a los préstamos. El nuevo texto dado por la Ley 41/2007 añade créditos. Así, el primer párrafo dice: «Los préstamos y créditos a que se refiere esta Ley habrán de estar garantizados, en todo caso, por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca. Si sobre el mismo inmueble gravasen otras hipotecas o estuviere afecto a prohibiciones de disponer, condición resolutoria o cualquier otra limitación del dominio, habrá de procederse a la cancelación de unas y otras o a su posposición a la hipoteca que se constituye previamente a la emisión de los títulos». Con independencia de la dicción legal, la entidad tiene en su haber créditos hipotecarios, nacidos de un contrato de préstamo, de una apertura de crédito en cuenta corriente o de cualquier otro contrato. Lo relevante no es el origen del crédito, sobre todo cuando el texto del nuevo artículo 4 ha rebajado la asignación de finalidad a los préstamos hipotecarios, sino las características del actual crédito hipotecario existente. De hecho, el legislador quiere que los créditos hipotecarios del mercado hipotecario gocen de una especial protección. Se protege al acreedor hipotecario especialmente en caso de concurso del deudor hipotecario. Ya lo hacía el antiguo artículo 10 de la LMH, limitando las posibilidades de retroacción de la quiebra que contemplaba el Código de Comercio. Ahora la Ley 41/2007 da nueva redacción a dicho artículo para mantener la misma filosofía en relación con las acciones de

impugnación que contempla la Ley Concursal. Así dispone el artículo 10: «Las hipotecas inscritas a favor de las entidades a que se refiere el artículo 2 sólo podrán ser rescindidas o impugnadas al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, por la administración concursal, que tendrá que demostrar la existencia de fraude en la constitución de gravamen. En todo caso quedarán a salvo los derechos del tercero de buena fe» (11).

2.^a Tiene que ver con los límites establecidos tanto en la relación crédito/valor del inmueble como en la relación créditos de cobertura/valores emitidos. El primer límite o ratio se encuentra en el párrafo segundo del ya referido artículo 5 de la LMH. Según este precepto, el crédito garantizado no podrá exceder del 60 (antes era el 70) por 100 del valor de tasación del bien hipotecado. Cuando se financie la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, el crédito podrá alcanzar el 80 por 100 del valor de tasación. Se podrá alcanzar el 95 si se reúnen dos condiciones, a saber: *a)* que se hipoteque la vivienda, y *b)* que se cuente con garantías adicionales prestadas por entidades aseguradoras o entidades de crédito.

El segundo límite tiene que ver con la emisión de cédulas y bonos hipotecarios. Frente al anterior 90 por 100 para la emisión de cédulas hipotecarias, ahora el nuevo texto del artículo 16 de la LMH dispone que las entidades no podrán emitir cédulas hipotecarias por importe superior al 80 por 100 de los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios de su cartera que reúnan los requisitos para ello, deducido el importe de los afectados a bonos hipotecarios. Se añade que las cédulas podrán estar respaldadas hasta un límite del 5 por 100 del principal emitido por activos de sustitución que se enumeran en el apartado segundo del artículo 17. En relación con los bonos hipotecarios, el nuevo texto del artículo 17 cambia los términos en los que se plantea el límite de emisión en relación con los créditos de cobertura. El texto original establecía, siguiendo de forma simétrica el criterio establecido para las cédulas hipotecarias, que las entidades no podían emitir bonos por un importe superior al 90 por 100 de los capitales no amortizados de los créditos afectados. El nuevo texto legal establece un criterio que no está referido sólo al momento de la emisión, sino que se formula en términos de aplicación permanente. Además, no se basa ya en el establecimiento de una ratio entre bonos y créditos, sino estableciendo un margen o diferencial. Así, el nuevo artículo 17.1 determina: «El valor actualizado de los bonos hipotecarios deberá ser inferior, al menos, en un 2 por 100 al valor actualizado de los préstamos y créditos hipotecarios afectados». Por otra parte, en el apartado 2 se dispone que los bonos hipotecarios podrán estar respaldados hasta un límite del 10 por 100 del principal de cada emisión por determinados activos de sustitución.

(11) El contenido de este precepto se recoge en el artículo 4.5 del RMH (2009).

1.2.5. Cédulas hipotecarias

Voy a señalar tres cuestiones relativas a la reforma de 2007:

1.^a Inicialmente la LMH no facultaba a todas las entidades que pueden participar en el mercado hipotecario para que pudieran emitir cédulas hipotecarias. Sólo permitía su emisión por parte del Banco Hipotecario de España, las entidades oficiales de créditos cuyos estatutos se lo autorizasen, las cajas de ahorro y las sociedades de crédito hipotecario. En 1986 se amplió a la Caja Postal de Ahorros y en 1988 a los bancos y cooperativas de crédito. Finalmente, el nuevo texto de 2007 dispuso taxativamente: «Las cédulas hipotecarias podrán ser emitidas por todas las entidades a que se refiere el artículo 2». Todas las entidades vistas, que conforme al artículo 2, pueden participar en el mercado hipotecario, están facultadas para emitir cédulas, bonos o participaciones hipotecarias. Se culmina así un proceso de generalización, que había partido del inicial privilegio de emisión de cédulas hipotecarias por parte del Banco Hipotecario de España (12).

2.^a Como ya se ha señalado, la LMH establece un límite o ratio de seguridad y, por tanto, de calidad crediticia, a la hora de emitir cédulas hipotecarias. Anteriormente era el 90 por 100. Ahora el texto de 2007 establece el 80 por 100. Así, el artículo 16 determina que las entidades no podrán emitir cédulas hipotecarias por importe superior al 80 por 100 de los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios de su cartera, excluidos los afectados a la emisión de bonos hipotecarios.

El mecanismo del límite en la ratio cédulas/créditos hipotecarios cumple una función importante de garantía y solidez financiera de los valores que se emiten. Pero adolece del inconveniente que supone su naturaleza «flotante». El valor de los créditos hipotecarios y el importe de las cédulas pendientes de amortización varían constantemente. Esta variación tiene una cara positiva y otra negativa. La positiva es que todo nuevo crédito que se incorpora a la cartera de la entidad emisora incrementa la cobertura y, por tanto, la solidez de las cédulas emitidas. Asimismo la amortización de cédulas hipotecarias disminuye la ratio y, en consecuencia, fortalece el posicionamiento financiero de las cédulas remanentes. Pero ambas dos operaciones a la inversa producen el efecto contrario de debilidad. La amortización anticipada de créditos hipotecarios o la subrogación por parte de otra entidad en los mismos provocan la salida de la cartera de la entidad emisora, con lo que la ratio sube y baja la calidad crediti-

(12) La evolución histórico-legislativa señalada explica que se mantenga al principio de los artículos 12, 13 y 15 la repetición de lo dicho en el artículo 2: que las entidades mencionadas en este último pueden emitir cédulas, bonos y participaciones. En la actualidad ya no sería necesaria dicha repetición. Conforme al artículo 2, al no decirse otra cosa, como sucedía antes en el artículo 12, todas las entidades pueden emitir las tres clases de valores hipotecarios.

cia de las cédulas hipotecarias emitidas. Por otro lado, toda nueva emisión de cédulas hipotecarias supone una subida de la ratio en relación con el valor de la cartera de créditos hipotecarios, produciéndose el consiguiente incremento del riesgo financiero asociado a las cédulas hipotecarias.

Junto a la necesidad de conocer la relación de créditos hipotecarios que sirven de cobertura a la emisión de cédulas hipotecarias, aparece aquella otra relativa a la identificación de los créditos que reúnen los requisitos para su movilización en el mercado hipotecario a efectos del cómputo del límite de emisión. Resulta, pues, esencial la identificación de los créditos que integran la cartera de la entidad en todo momento. A tal fin, la Ley 41/2007 introdujo un elemento de certidumbre al exigir a la entidad emisora que lleve un registro contable especial de los créditos que sirven de garantía a las emisiones de cédulas hipotecarias. En el registro constarán todos los créditos hipotecarios de la cartera de la entidad, que constituyen la garantía de las cédulas emitidas (no estando, por tanto, incluidos los que estén afectos a una emisión de bonos hipotecarios o hayan sido objeto de emisión de participaciones hipotecarias) (13), y a su vez se han de identificar aquellos que reúnen los requisitos ya señalados exigidos por la LMH para que puedan ser objeto de movilización en el mercado hipotecario a fin de realizar el cómputo del porcentaje o ratio cédulas/créditos ya mencionado (máximo 80 por 100). La fórmula de cobertura de las cédulas hipotecarias continúa estando en manos de la entidad emisora. Lo que significa que el centro de gravedad de la seguridad que ofrecen las cédulas hipotecarias a sus titulares está en la confianza que la entidad emisora suscita. En teoría el mecanismo diseñado de cobertura no impide que en un momento dado de dificultad o desajuste la ratio cédulas emitidas/ créditos en cartera supere la ratio legal del 80 por 100. Ahora bien, en lo que sí se gana tras la Ley 41/2007 es en transparencia, ya que el nuevo artículo 12 de la LMH determina que las cuentas anuales de la entidad emisora han de recoger los datos esenciales del registro contable especial mencionado.

3.^a El artículo 11 de la LMH contenía una amplia descripción de las características que podían reunir las cédulas y bonos hipotecarios. Asimismo se remitía a la aplicación de las normas administrativas sobre emisión de títulos valores de renta fija. La Ley 41/2007 dio nueva redacción al precepto legal. En cuanto a las características o posibilidades de configuración jurídica y económica de los valores se abrevia el texto, pero no se reducen las posibilidades de emisión; al contrario, se amplían. El nuevo texto se limita a decir que cédulas y bonos podrán emitirse en serie o singularmente y con las características financieras que el emisor desee. Se avanza en la dirección liberalizadora y flexibilizadora. Confiere libertad al emisor para que dé a los

(13) «...y, si existen, de los activos de sustitución inmovilizados para darles cobertura, así como de los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión» (art. 12, párr. 3.º LMH).

valores la configuración financiera que estime pertinente. Se facilita margen de maniobra para que se pueda dar respuesta a las demandas concretas del mercado en cada momento así como adaptarse a las circunstancias y coyunturas tan cambiantes de los mercados de capitales. El criterio general es el de la máxima flexibilidad que permita acudir al mercado secundario con productos que puedan llegar a ser incluso altamente sofisticados (así se confiesa en el apartado III del Preámbulo de la Ley 41/2007).

1.2.6. *Bonos hipotecarios*

Como ya se ha apuntado, la Ley 41/2007 determina que la ratio valor de los bonos/valor de los créditos de cobertura se sitúa en un 2 por 100 de diferencia a favor de este último (art. 17.1 LMH). La especificidad de los bonos hipotecarios reside en que se afecta un grupo de créditos hipotecarios en garantía de cada emisión. Dicho créditos no computan a efectos de la ratio para la emisión de cédulas hipotecarias. Junto a esta novedad señalo otras dos:

1.^a El uso de los bonos hipotecarios había sido casi nulo en la práctica. Se culpaba a la mayor complejidad administrativa y a la necesidad de existencia de nota marginal en el Registro de la Propiedad para afectar cada crédito hipotecario a la emisión de bonos. De ahí que 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 sólo 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 bonos de cobertura puede presentar una gestión más complicada que en el caso de las cédulas hipotecarias.

En cualquier caso, frente a la seguridad jurídica que suponía la constancia registral, que garantizaba reipersecutoriedad y que, por tanto, se pudiese afirmar que existía una subhipoteca, ahora la garantía se iguala por abajo. Se establece exactamente el mismo régimen jurídico que para las cédulas hipotecarias. La identificación y afección de los créditos de cobertura no se lleva a cabo en el Registro de la Propiedad, sino en el nuevo registro privado que ha de llevar la propia entidad emisora. Así se determina en el párrafo cuarto del artículo 13 de la LMH: «La entidad emisora de los bonos hipotecarios llevará un registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios afectados a la emisión y, si existen, de los activos de susti-

tución incluidos en la cobertura, así como de los instrumentos financieros derivados vinculados a la emisión» (14). No obstante, en el párrafo segundo se determina que la afectación de los créditos ha de constar en escritura pública (15).

(14) Los activos de sustitución no pueden superar el límite del 10 por 100 de la emisión (art. 17.2 de la LMH).

(15) Otra diferencia formal en la emisión de bonos hipotecarios frente a la de cédulas hipotecarias es el requisito, ya señalado, de elevar a escritura pública la emisión con la afectación de los créditos hipotecarios de cobertura (art. 13, párr. 2.º LMH). En el caso de las cédulas hipotecarias, sin embargo, no es necesaria la existencia de escritura pública. La norma del artículo 13, párrafo 2.º, de la LMH constituye una norma especial y posterior que se ha de aplicar con prelación sobre los artículos 6 y 30.ter de la LMV. Conforme a estos dos preceptos, la emisión de bonos representados mediante anotaciones en cuenta no requeriría el otorgamiento de escritura pública. Dichos preceptos pretenden agilizar la emisión de valores anotados, el primero en general, y el segundo cuando se trata de valores que representan deuda (como son los bonos hipotecarios) con destino a un mercado secundario. A pesar de estas disposiciones, la LMH mantiene, en el caso de emisión de bonos hipotecarios, el requisito formal de la escritura pública, dado que se afectan créditos hipotecarios en garantía, aunque la Ley 41/2007 eliminó el otro requisito formal de la constancia registral mediante la nota marginal en la inscripción de los créditos hipotecarios en el Registro de la Propiedad. Se establece así una excepción al régimen general de emisión de valores anotados del artículo 6 de la LMV y al especial del artículo 30.ter de esta misma Ley. Sobre la base de estos artículos y de la exclusión general antes señalada del Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas, hay que concluir que no será necesaria la inscripción de la emisión de bonos hipotecarios en el Registro Mercantil, aunque la LMH no haga una declaración al respecto tan tajante como la contenida para las cédulas hipotecarias en el artículo 12 *in fine* de la misma. No obstante, al no afirmar, como hace con respecto a la escritura pública, que se ha de inscribir la emisión en el Registro Mercantil, en la mayoría de los casos la emisión de bonos hipotecarios estará destinada a su admisión en un mercado secundario de valores. Por tanto, será de aplicación el artículo 30.ter de la LMV, que elimina el requisito de la inscripción en el Registro Mercantil.

En sentido contrario, sin embargo, se ha manifestado el Consejo de Estado en su ya citado Informe 2007/2008 al Proyecto de Real Decreto por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo. El Consejo de Estado acoge la observación hecha por el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España al Proyecto de Real Decreto en el sentido «de que —a diferencia de las emisiones de cédulas, que siempre han estado expresamente excluidas de su inscripción en el Registro Mercantil— las emisiones de bonos hipotecarios ni lo estuvieron bajo la Ley 2/1981 en su redacción original (lo que confirma el Real Decreto 685/1982 al exigir de forma expresa tal inscripción), ni lo están tampoco hoy. En otras palabras, considera que la Ley 41/2007 ha simplificado u omitido el requisito de la inscripción en el Registro de la Propiedad, pero no ha variado en cambio la exigencia de que las emisiones de bonos se inscriban en el Registro Mercantil, conforme al régimen general del artículo 22.2 del Código de Comercio». Apoyándose, además, en la argumentación de la Abogacía del Estado, según la cual el nuevo registro contable «no tiene carácter público y la circunstancia de que sus datos accedan —por vía de una mención de la memoria (art. 21.7 del proyecto)— a las cuentas anuales publicadas en el Registro Mercantil, es claro que no puede equipararse a la publicidad que otorga la inscripción de las emisiones de bonos directamente en dicho registro». De ahí se concluye «que debe mantenerse el régimen de inscripción de las emisiones de bonos en el Registro Mercantil, cuando la entidad emisora esté sujeta a la obligación de inscribir en dicho registro y en los términos que se desprenden de la legislación vigen-

Una vez más se presenta el eterno dilema del punto de equilibrio, en este caso entre seguridad y agilidad. Hasta 2007 la opción había sido a favor de la seguridad de la garantía sobre la base de la nota marginal en el Registro de la Propiedad. El resultado práctico había sido casi nulo. Sólo se había hecho alguna emisión de bonos hipotecarios. Ahora se pretende liberar de «trabas administrativas». Habrá que esperar para ver si la clave se encuentra ahí. Porque pudiera suceder que el problema no residiese en el trámite registral, sino en la propia configuración de los bonos hipotecarios «a caballo» entre las cédulas y las participaciones, de forma que las necesidades del mercado puedan quedar cubiertas con unas y otras sin necesidad de utilizar la figura intermedia.

2.^a En la misma línea de «simplificación administrativa» desapareció la obligación de creación del sindicato de obligacionistas. La versión original del artículo 13 de la LMH disponía (párrafo 3.º): «Será necesaria la constitución de un Sindicato de tenedores de bonos, cuando éstos se emitan en serie, y la designación por la Entidad emisora de un comisario que concurra al otorgamiento de la escritura de emisión en nombre de los futuros tenedores de los bonos». Ahora el artículo 13, en su párrafo 5.º, sólo dice que se podrá constituir un sindicato de tenedores de bonos, cuando éstos se emitan en serie, en cuyo caso la entidad emisora designará un comisario que habrá de concurrir al otorgamiento de la escritura pública de emisión en nombre de los futuros bonistas, siendo presidente y representante legal del sindicato. El régimen jurídico aplicable al presidente y al sindicato se establece en el último párrafo del artículo 13 de la LMH por remisión a lo previsto en el Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas (emisión de obligaciones). Se ha de interpretar que el carácter facultativo de la constitución del sindicato de bonistas y la remisión, en su caso, a la Ley de Sociedades Anónimas

te (art. 22.2 del Código de Comercio)». Y ello a pesar de que el Informe del Consejo de Estado no ignora que esos términos «comprenden, por lo demás, una importante excepción (la recogida en el art. 30 ter.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, en su redacción por Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras), que excluye expresamente de los requisitos de constancia en escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil a las “emisiones de obligaciones o de otros valores que reconozcan o creen deuda siempre que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial y respecto de las cuales se exija la elaboración de un folleto que esté sujeto a aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”».

El resultado ha sido que el artículo 18.3 del RMH (2009) ha incluido como norma general la obligación de inscribir la emisión de bonos hipotecarios en el Registro Mercantil. Pero es probable que esta sea la excepción; porque lo presumible es que, si se diera el paso a la colocación de emisiones de bonos hipotecarios en el mercado, la vía seguida sería la supuestamente excepcional del artículo 30.ter de la LMV. No obstante, está por ver que el mercado acoge las reformas habidas como una efectiva eliminación de trabas formales y hace uso de este instrumento financiero. En caso contrario, los bonos hipotecarios continuarán siendo los grandes ausentes del mercado hipotecario.

para establecer su régimen jurídico en caso de que exista, presupone claramente que, aunque nada haya dicho al respecto, el legislador da por sentado que, como punto de partida, el régimen general de emisión de obligaciones contenido en el Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas no se aplica a la emisión de bonos hipotecarios. De lo contrario, sería obligatoria la constitución del sindicato de bonistas, mientras que la Ley 41/2007 está diciendo algo diferente, a saber: que la constitución es facultativa. Al dar por excluida la aplicación del régimen de la Ley de Sociedades Anónimas, procede a remitirse a la misma a propósito del régimen aplicable al presidente y al sindicato (15 bis).

1.2.7. Régimen de ejecución de la garantía en cédulas y bonos en una situación concursal

El legislador de 2007 llevó a cabo una adaptación técnica con la Ley Concursal de 2003, en particular por lo que se refiere a la aplicación de las garantías de cédulas y bonos en caso de concurso del emisor. El nuevo texto de la LMH viene a aplicar la previsión general contenida en el número 7 del apartado 2 del artículo 84 de la Ley Concursal. Según esta norma se califican como créditos de la masa los correspondientes al pago de créditos con privilegio especial (16) sin realización de los bienes o derechos afectos, de tal manera que, en aplicación del artículo 154 de la Ley Concursal, al que remite el 84, los «créditos contra la masa, cualquiera que sea su naturaleza, habrán de satisfacerse a sus respectivos vencimientos, cualquiera que sea el estado del concurso» (art. 154.2 LC). En concordancia, el artículo 14 de la LMH dispone que durante el concurso, aunque habrá que entender que sin esperar a mayor demora a tenor del artículo 154.2 de la Ley Concursal, se han de efectuar los pagos por capital e intereses debidos a la fecha de solicitud del concurso. Literalmente se dice en el texto de la LMH: «y pendientes de amortización en la fecha de solicitud del concurso». La utilización del término amortización puede dar lugar a una cierta confusión, ya que normalmente se utiliza en relación con el principal del capital, y no tanto referido a los intereses. En todo caso parece claro que la norma se está

(15 bis) También cabe hacer la interpretación contraria: se aplica el régimen general del Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas con la salvedad de que el nombramiento de comisario es facultativo.

(16) Ahora el nuevo texto de la LMH resulta más coherente. Reconoce a cedulistas y bonistas la preferencia especial del artículo 1923.3.º del Código Civil (la de los acreedores hipotecarios), frente a otros acreedores, a la hora de hacer efectivos sus derechos sobre los créditos hipotecarios de cobertura. A ello se añade el reconocimiento expreso, que ya hiciera la Ley Concursal, del privilegio especial establecido en el artículo 90.1.1.º de la Ley Concursal (acreedores hipotecarios).

refiriendo a las cantidades debidas por amortización de capital e intereses no pagadas.

Los pagos que han de realizarse por esta vía son los que se puedan atender con el importe ingresado por el emisor concursado procedente de los créditos hipotecarios (pagos efectuados por los deudores hipotecarios en concepto de amortización e intereses), más el importe de los activos de sustitución que respalden a cédulas y bonos así como el de los flujos económicos generados por los instrumentos financieros vinculados a las emisiones, que puedan haber sido contratados a fin de dar cobertura frente al riesgo, por ejemplo, de los cambios en los tipos de interés (es la función que cumplen contratos como las permutas financieras, futuros, FRAs, etc.) (17).

Puede suceder que haya un desfase temporal entre el vencimiento de los pagos que la entidad emisora haya de realizar a cedulistas y bonistas y el de los pagos que los deudores deban efectuar a la entidad emisora acreedora de éstos. Incluso si éstos llegan con posterioridad, el legislador opta por mantener el pago a los titulares de estos valores hipotecarios sin esperar al vencimiento de los pagos que los deudores hipotecarios hayan de realizar. A tal fin determina que el pago se haga con cargo a los activos de sustitución (que cumplen así una función de liquidez, incluso en situación concursal). Y si, en el peor de los casos, dichos activos resultan insuficientes, se ordena a la administración judicial que acuerde las operaciones de financiación necesarias para llevar a cabo el pago a cedulistas y bonistas de las cantidades debidas a la fecha de solicitud del concurso, «subrogándose el financiador en la posición de éstos». Es decir, que cobrará con los flujos provenientes de los deudores hipotecarios y, en todo caso, en relación con el emisor concursado, tendrá la consideración de acreedor hipotecario con privilegio especial de cobro sobre los créditos hipotecarios de cobertura (18).

(17) Esta es otra novedad introducida por la Ley 41/2007. Pueden ser activos de sustitución los que la Ley establece para los bonos hipotecarios en el artículo 17, si bien en el caso de éstos se puede alcanzar el 10 por 100 de cada emisión, mientras que en el caso de las cédulas se fija un 5 por 100 del principal de cédulas hipotecarias emitidas (art. 16, párr. 2.º LMH).

(18) Esta norma constituía ya un supuesto especial de admisión y protección de operaciones de financiación dentro de una situación concursal. En esa misma dirección se ha incardinado posteriormente una disposición específica de tutela y cautela para permitir y proteger operaciones de refinanciación protegidas frente a posibles situaciones concursales. Así, el artículo 8.3 del Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica (*BOE* núm. 78, de 31 de marzo) dispone: «Se introduce una nueva disposición adicional cuarta en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal:

“Disposición adicional cuarta. *Acuerdos de refinanciación.*

1. A los efectos de esta disposición, tendrán la consideración de acuerdos de refinanciación los alcanzados por el deudor en virtud de los cuales se proceda al menos a la ampliación significativa del crédito disponible o a la modificación de sus obligaciones,

Conseguir financiación en una situación concursal resulta siempre algo complicado. Por eso el legislador dispone para el financiador la subrogación en la posición especialmente privilegiada de los cedulistas y bonistas, a pesar de que la operación no se cierra entre éstos y el financiador, sino entre éste y la administración concursal con la calificación de crédito contra la masa. Con esas garantías es de suponer que resultará más fácil obtener la financiación, si bien siempre dependerá de las circunstancias del mercado y del concursado que la administración judicial tenga fácil o complicada la consecución de la financiación necesaria para el fin señalado.

Donde se pueden suscitar dificultades es a la hora de concretar el «importe de los ingresos» considerados en «desfase temporal». Los «percibidos» están claros. Pero, ¿cuáles serán los pendientes de percibir en razón de «un desfase temporal», según expresión de la LMH? La respuesta a esta pregunta puede ser fácil por estar los parámetros cuantitativos y temporales perfectamente determinados en el caso de la emisión de bonos de titulización a través de un fondo de titulización e incluso en el caso de la emisión de bonos hipotecarios, ya que en este supuesto hay afectación de concretos créditos hipotecarios a una determinada emisión de bonos. Pero en el caso de las cédulas hipotecarias no sucede así. Al menos no jurídicamente. Desde un punto de vista económico se pueden fijar los flujos provenientes de los deudores hipotecarios para pagar a los cedulistas. Una gestión financiera eficiente así lo requiere. Una buena gestión de tesorería procurará un adecuado ajuste. Desde la perspectiva jurídico legal no se establece un nexo de flujos económicos. La entidad emisora es deudora de

bien mediante la prórroga de su plazo de vencimiento, bien mediante el establecimiento de otras contraídas en sustitución de aquéllas. Tales acuerdos habrán de responder, en todo caso, a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad del deudor en el corto y el medio plazo.

2. En caso de concurso, los acuerdos de refinanciación a que se refiere el apartado anterior, y los negocios, actos y pagos realizados y las garantías constituidas en ejecución de tales acuerdos, no estarán sujetos a la rescisión prevista en el artículo 71.1 de esa Ley, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

a) Que el acuerdo sea suscrito por acreedores cuyos créditos representen al menos tres quintos del pasivo del deudor en la fecha de adopción del acuerdo de refinanciación.

b) Que el acuerdo sea informado por un experto independiente designado por el registrador mercantil del domicilio del deudor conforme al procedimiento establecido en los artículos 338 y siguientes del Reglamento del Registro Mercantil. El informe del experto contendrá un juicio técnico sobre la suficiencia de la información proporcionada por el deudor, sobre el carácter razonable y realizable del plan en las condiciones definidas en el apartado 1, y sobre la proporcionalidad de las garantías conforme a las condiciones normales de mercado en el momento de la firma del acuerdo.

c) Que el acuerdo se formalice en instrumento público, al que se unirán todos los documentos que justifiquen su contenido y el cumplimiento de los requisitos anteriores.

3. Declarado el concurso, sólo la administración concursal estará legitimada para el ejercicio de las acciones de impugnación contra estos acuerdos».

Vid. SANJUÁN MUÑOZ, E., «Refinanciación de deuda tras la reforma concursal», en *Diario La Ley*, 2009, núm. 7189.

todos los cedulistas por igual, con independencia de las fechas de emisión, y sin que en ningún momento, al contrario de lo que sucede en el caso de las participaciones hipotecarias y los bonos de titulización, haya una asignación finalista a los ingresos provenientes de los deudores hipotecarios. Parece que el legislador, en esta situación concursal de los cedulistas, prima y protege especialmente la situación económica de hecho por encima de su configuración jurídica, aunque dejando, precisamente por ello, un halo de incertidumbre a la hora del fijar el término *ad quem* para cerrar el *periodo* de tiempo al que ha de referirse el denominado «desfase temporal».

Para el resto de sus créditos (no vencidos), como ya se ha señalado, el artículo 14 de la LMH, en su párrafo segundo, remite al artículo 90.1.1.º de la Ley Concursal, estableciendo para cedulistas y bonistas el privilegio especial contemplado en dicho precepto para los acreedores hipotecarios. Tanto este artículo 14, como el 15 para las participaciones hipotecarias y el 10 para la limitación de las acciones rescisorias aplicables al negocio constitutivo de las hipotecas, se califican como legislación especial, aplicable como tal, por la Disposición Adicional segunda de la Ley Concursal. Curiosamente, y a pesar de varias reformas de esta Disposición Adicional, se consideraba legislación especial los artículos 14 y 15, pero no el 10. Ello llevó a alguna parte cualificada de la doctrina (19) a concluir que con la Ley Concursal había desaparecido el régimen especial tuitivo del artículo 10 de la LMH. Otros hemos interpretado que seguía vigente (20). La cuestión ha sido clarificada con una nueva modificación de la Disposición Adicional segunda de la Ley Concursal, en cuyo apartado 2 se relacionan las disposiciones que la Ley Concursal considera legislación especial. Así, el artículo 8.4 del Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica dispone: «La letra a) del apartado 2 de la Disposición Adicional segunda de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, queda redactada del siguiente modo:

«a) Artículos 10, 14 y 15 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, así como las normas reguladoras de otros

(19) Vid. PULGAR EZQUERRA, J., «El acreedor hipotecario en la nueva legislación concursal», en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 250, 2003, págs. 1442-1443; *Ídem*, «Refinanciaciones de deuda y concurso de acreedores: la ausencia de “escudos protectores” y el fraude del artículo 10 de la Ley del Mercado Hipotecario», en *La Ley*, núm. 6963, 9 de junio de 2008, págs. 5-6.

(20) Vid. CARRASCO PERERA, Á., *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, Madrid, 2004, pág. 352; MADRID PARRA, A., «Garantía de los valores hipotecarios y crisis financiera», en *Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 10, 2009, págs. 49-94, en cuya pág. 74 se señalaba como una falta de técnica legislativa o de concordancia sistemática que la Disposición Adicional segunda de la Ley Concursal no incluyese el artículo 10 de la LMH junto a los artículos 14 y 15.

valores o instrumentos a los que legalmente se atribuya el mismo régimen de solvencia que el aplicable a las cédulas hipotecarias».

1.2.8. Valores con garantía mobiliaria

Por último, haré sólo mención de una importante novedad introducida por la Ley 41/2007. Se trata de la posibilidad de emitir valores respaldados, no ya por garantía hipotecaria, sino mobiliaria, esto es, hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento. El régimen jurídico aplicable será el general establecido para la movilización de los créditos hipotecarios en el mercado hipotecario.

Como es sabido existe la posibilidad general de movilización y refinanciación de créditos, garantizados o no, a través del mecanismo de la titulización, dentro del marco normativo establecido en el Real Decreto 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. Lo que hace la Ley 41/2007 es sumar a la posibilidad de titulización las vías específicas contenidas en la regulación del mercado hipotecario para el caso de créditos con garantía mobiliaria (que no sea de títulos valores).

La Ley 41/2007 lleva a cabo la reforma señalada modificando la Ley del mercado hipotecario y la Ley de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión, de 16 de diciembre de 1954 (LHMPSD). Para que la emisión de los nuevos valores sea posible habrá que esperar al desarrollo reglamentario:

A) Por lo que se refiere a la Ley del mercado hipotecario, se introducen dos nuevos artículos (26 y 27) (21), que introducen la posibilidad de emitir los nuevos valores conforme al régimen general del mercado hipotecario, si bien se faculta al Gobierno para que por vía reglamentaria pueda establecer las especialidades que resulten pertinentes.

Se permite, por tanto, la emisión de valores con el respaldo o cobertura de créditos garantizados con hipoteca mobiliaria o con prenda sin desplazamiento posesorio. Se ha de tratar de primera hipoteca o primera prenda. Se podrán emitir cédulas o bonos que contarán con la garantía de los créditos de cobertura en los mismos términos vistos para las cédulas y bonos hipotecarios. Asimismo

(21) Artículo 26. «Podrán mobilizarse, en los términos y con los requisitos que se determinen reglamentariamente, los créditos o préstamos garantizados con primera hipoteca mobiliaria o primera prenda sin desplazamiento». Artículo 27. «A los valores del mercado secundario mobiliario emitidos de acuerdo con lo establecido en el artículo anterior, les serán de aplicación las mismas reglas previstas en los artículos 11 a 18 de esta Ley, sin perjuicio de las especialidades que puedan establecerse reglamentariamente, si bien las referencias al Registro de la Propiedad se entenderán referidas al Registro de Bienes Muebles.»

la entidad acreedora podrá emitir participaciones para ceder a terceros parte de un crédito; la parte cedida dejará de computar en los capitales de riesgo de la entidad. La constancia registral de las participaciones, en su caso, o no constancia, como en la emisión de cédulas y bonos, viene referida al Registro de Bienes Muebles.

B) En la LHMPSD la Ley 41/2007 introduce modificaciones para ampliar la posibilidad de constituir prendas sin desplazamiento y posibilitar la emisión de valores con la cobertura de los créditos garantizados con hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento. A tal fin modifica los artículos 2, 8 y 54. Se configura así un marco normativo que permite la movilización de los créditos garantizados por hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento.

Mediante unas mínimas modificaciones de la LMH y de la LHMPSD, el legislador ha puesto las bases para que el mercado secundario mobiliario pueda existir. Previo desarrollo reglamentario, serán los operadores de los servicios financieros los que pongan de manifiesto si el nuevo mercado con los nuevos títulos tiene acogida o no. Todo estará en función de la relación calidad/costo de los nuevos valores. Los productos con garantía deben resultar atractivos para los mercados, que valoran positivamente su existencia. Sin embargo, los costes de emisión y las trabas administrativas pueden impedir o dificultar el despegue de todo nuevo valor que pretenda abrirse camino en los mercados.

1.3. LA REFORMA DE 2009

La reforma legal del mercado hipotecario efectuada en 2007 se ha completado con la publicación de una nueva regulación reglamentaria de la materia llevada a término mediante el Real Decreto 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 (*BOE* núm. 107, de 2 de mayo). Esta norma deroga y sustituye al anterior RMH de 1982 (Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo). Se produce así tanto un desarrollo reglamentario como un ajuste del mismo a la nueva configuración legal del mercado hipotecario llevada a cabo por la Ley 41/2007. En lo básico, pues, no hay que reseñar grandes novedades. Sin embargo, sí se deben destacar algunos aspectos del nuevo RMH.

1.3.1. *Finalidad de préstamos y créditos*

El legislador de 1982 había hecho hincapié en que con la regulación y funcionamiento del mercado hipotecario se pretendía conducir recursos hacia el sector de la construcción en general y de la vivienda en particular a fin de hacer realidad el derecho a una vivienda digna y adecuada reconocido en el

artículo 47 de la Constitución española. De ahí que se vinculase la posibilidad de movilización y refinanciación del crédito hipotecario al hecho de que el mismo estuviese destinado fundamentalmente a dicho fin. Así, el artículo 4 de la LMH disponía que las operaciones de préstamo debían tener como finalidad: «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». A este respecto ya tuve ocasión de señalar que, si bien la pretensión o finalidad apuntada puede resultar loable, no es fácil en la práctica articular procedimientos administrativos y de control que garanticen la efectiva aplicación de los recursos a los fines previstos (22).

Si de hecho el legislador en 1982 dejaba una «puerta abierta» al utilizar una expresión tan amplia como «cualquier otra obra o actividad», en 2007 dio el paso definitivo para la desvinculación finalista de los préstamos o créditos en el mercado hipotecario. El artículo 4 de la LMH, según la redacción dada por la Ley 41/2007 dispone:

«La finalidad de las operaciones de préstamo a 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 mencionadas en el artículo 2 y garantizados por hipoteca inmobiliaria en las condiciones que se establezcan en esta Ley, sea cual sea su finalidad.

Las disposiciones de los préstamos cuya hipoteca recaiga sobre inmuebles en construcción o rehabilitación, 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 el nuevo texto del artículo 4 de la LMH se recoge una adición en el primer párrafo que viene a permitir que sirvan de cobertura créditos hipotecarios nacidos de préstamos con garantía hipotecaria inmobiliaria (aquí no se especifica que pueda ser de máximo) cualquiera que sea su finalidad. Hay, pues, un planteamiento más abierto del legislador para permitir la movilización del crédito hipotecario, con independencia del destino que se le dé al dinero dado en préstamo por la entidad prestamista, cosa, como se ha dicho, 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,

(22) MADRID PARRA, A., *El Mercado Hipotecario (EE.UU.-España)*, Banco Hipotecario de España, Madrid, 1988, págs. 470-474 y 525-534.

rehabilitación y adquisición de vivienda como finalidad. El añadido hecho, con evidente falta de correlación gramatical al enlazar la frase anterior con la nueva con la expresión «así como», no hace sino continuar con el planteamiento abierto que ya existía en el artículo, puesto que éste incluía, y sigue incluyendo, «*cualquier* otra obra o actividad (énfasis añadido)» (23).

El legislador podría simplemente haber suprimido el contenido del artículo 4. O bien, para dejar clara la cuestión, podría haberse limitado a decir que los préstamos y créditos pueden estar destinados a cualquier fin. Pero ha seguido pesando una visión «romántica», atractiva desde una perspectiva política y socioeconómica. Se sigue poniendo de manifiesto un *desideratum*: se espera que por esta vía, *de facto*, se sigan aportando recursos para la construcción y la vivienda (24). De todas formas es tan evidente la desaparición del requisito de asignación de finalidad, que el nuevo RMH se limita en su Preámbulo a constatar tal hecho y justificar, por ende, que dicha materia no necesita desarrollo reglamentario alguno. Siendo cierto el fondo de la afirmación, formalmente se expresa en términos aparentemente contradictorios: «En lo que se refiere a las operaciones activas, esto es, a las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios para poder servir de base a la emisión de títulos del mercado hipotecario, se llevan a cabo varios desarrollos imprescindibles. En primer lugar, se elimina el requisito de finalidad de los préstamos y créditos hipotecarios que pueden garantizar las emisiones de bonos y cédulas hipotecarias, pues el artículo 4 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, incluye entre los préstamos y créditos admitidos para la emisión de títulos del mercado hipotecario cualesquiera que reúnan las condiciones establecidas por la propia ley, garantizados por hipoteca inmobiliaria resultando, por tanto, innecesario desarrollo reglamentario alguno» (Preámbulo II).

Primero se dice que «se llevan a cabo varios desarrollos imprescindibles», afirmando que «se elimina el requisito de finalidad de los préstamos y créditos hipotecarios», para, acto seguido, reconocer que no es el reglamento el que elimina el requisito, sino la ley, y que, por tanto, es «innecesario desarrollo reglamentario alguno» (25).

(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, Madrid, 2008, pág. 58; y en «Los valores hipotecarios tras la Ley 41/2007», en *Derecho de los Negocios*, núm. 214-215, julio-agosto de 2008, pág. 14.

(24) Aunque en las actuales circunstancias de crisis financiera se presenta la paradoja de ponerse en cuestión un modelo económico basado principalmente en el «ladrillo» (construcción).

(25) Como observación general al Real Decreto se ha de indicar que el tenor literal del Preámbulo puede inducir a confusión, ya que puede dar lugar a pensar que es el texto reglamentario el que introduce en el ordenamiento jurídico las reformas que en él se mencionan, cuando lo cierto es que todos los cambios significativos son debidos a las modificaciones introducidas por la Ley 41/2007.

1.3.2. Simplificación del régimen de emisión de los valores hipotecarios

Como se indica en el apartado III del Preámbulo del RMH, desaparece la obligación de publicar en el Boletín Oficial de Estado la emisión de títulos hipotecarios. Asimismo, como ya se ha señalado, desaparece la necesidad de practicar nota marginal en el Registro de la Propiedad para la afectación de créditos hipotecarios a la emisión de bonos.

Por otra parte, siguiendo la pauta marcada por la reforma contenida en la Ley 41/2007, se consagra la libertad para el establecimiento de las condiciones financieras de los títulos del mercado hipotecario. En el Real Decreto se regulan mecanismos eficientes para gestionar los riesgos de estas emisiones: derivados de cobertura del riesgo de tipo de interés, activos de sustitución frente al riesgo de liquidez, cláusulas de amortización anticipada frente al riesgo de pre-pago. Se acaba así con el régimen más restrictivo del RMH del año 1982 en lo referente a las condiciones financieras de la emisión de los títulos. Se permite, por tanto, una mayor libertad en este sentido con la cautela de exigir unos límites de emisión más estrictos y de obligar a las entidades de crédito emisoras a que adopten las medidas necesarias para que no se produzcan desequilibrios entre los flujos derivados de la cartera de garantía y los necesarios para atender los pagos a los tenedores de cédulas o bonos hipotecarios.

Como elemento más relevante, se ha de señalar que en el artículo 21 el nuevo RMH regula el registro contable especial. Éste ha de constar de dos partes «diferenciadas»: una relativa a las cédulas hipotecarias, y otra a los bonos hipotecarios. En cada una de ellas se han de incluir los préstamos y créditos hipotecarios de cobertura que reúnen los requisitos de calidad establecidos (para la totalidad de las cédulas emitidas o por emisión para los bonos), los activos de sustitución y los instrumentos derivados afectos a cada emisión. El Banco de España queda facultado para un mayor desarrollo técnico de este registro, así como de los términos en que la información relativa al mismo ha de constar en las cuentas anuales de la entidad emisora. Se ha de destacar que en el caso de las cédulas hipotecarias, mientras la cobertura es de la totalidad de la cartera de créditos hipotecarios para la totalidad de las cédulas emitidas, los activos de sustitución o productos derivados están vinculados a una concreta emisión de cédulas (arts. 17 y 21 RMH). Se aproxima así también en este aspecto la gestión en el caso de las cédulas y los bonos, aunque los porcentajes sean distintos (5 y 10 por 100, respectivamente, *ex* arts. 16 y 17 LMH). Se materializa de esta forma la opción legal en pro de un registro privado frente al público (Registro de la Propiedad) (26). La seguridad se hace descansar más en la transparencia informativa al mercado que en la publicidad de un registro

(26) Aunque la emisión de bonos hipotecarios requiere escritura pública e inscripción en la hoja de la entidad emisora en el Registro Mercantil si ésta está sujeta a inscripción (art. 18 RMH).

público. Precisamente por razones de transparencia se requiere que el registro contable esté permanentemente actualizado (art. 21.2 RMH).

En relación con las participaciones hipotecarias se mantiene el régimen preexistente, si bien hay que señalar:

1.º El Preámbulo del RMH contiene declaraciones destinadas a despejar las dudas que la anterior regulación reglamentaria, especialmente en la versión de 1982, hizo surgir en relación con la naturaleza jurídica de las participaciones hipotecarias, ya que se apartó el criterio legal que las concebía como un instrumento de cesión parcial del crédito hipotecario. Ahora, para no dejar zona de penumbra, se afirma lo siguiente: «Queda definitivamente claro que mediante la emisión de participaciones hipotecarias se produce una verdadera cesión de la parte del crédito hipotecario que se participa. La entidad de crédito que emite las participaciones hipotecarias traslada la totalidad del riesgo de la parte del crédito que se cede. Se aclara, además, que cada uno de los títulos de participación hipotecaria representa una participación en un crédito particular, no en un grupo de créditos».

2.º El artículo 32, que mantiene el contenido del anterior artículo 67, aclara y añade en su primer apartado que, cuando se transmite una participación hipotecaria libre, esto es, no limitada a los inversores profesionales («institucionales o profesionales» en la versión anterior) según se definen en el artículo 78 bis de la LMV, «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».

1.3.3. *Mercado secundario de valores hipotecarios*

El RMH, fiel al espíritu que informa la reforma de 2007, se refiere en sus artículos 38 y 39 a las posibilidades de transmisión de los títulos hipotecarios tanto en los mercados secundarios oficiales y en los sistemas multilaterales de negociación como mediante la adquisición de sus propios títulos por las entidades emisoras.

En relación con los primeros, el artículo 38 del RMH se limita a remitirse a la LMV: «La admisión a negociación en mercados regulados o en sistemas multilaterales de negociación de los valores hipotecarios emitidos con arreglo a la Ley 2/1981, de 25 de marzo, y al presente Real Decreto, se ajustará a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores». Se mencionan aquí, como novedad en el texto reglamentario, los sistemas multilaterales de negociación. Su regulación fue introducida en la LMV (arts. 118 a 127) por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE núm. 304, de 20 de diciembre). Son

los mercados no regulados, según la terminología comunitaria. Sin embargo, llama la atención que el texto reglamentario se refiera a los mercados regulados con la expresión comunitaria, cuando la denominación legal en España es la de mercados secundarios oficiales, cuestión a la que expresamente se refiere la Exposición de Motivos de la citada Ley 47/2007 en los siguientes términos: «En cuanto a los mercados regulados españoles, se ha considerado conveniente mantener el término “mercados secundarios oficiales de valores” acuñado por la actual Ley del Mercado de Valores, al hallarse perfectamente arraigado en nuestro ordenamiento jurídico».

Con respecto a la posibilidad de adquisición de los propios títulos por la entidad emisora, el nuevo texto reglamentario amplía de un 5 a un 50 por 100 el volumen de valores de una emisión que el emisor puede mantener en cartera (27). Evidentemente de esta forma se aumentan las posibilidades de liquidez para los tenedores de valores hipotecarios. Probablemente este incremento pueda tener relación con la desaparición de la vía intermedia contemplada por la LMH para proporcionar liquidez a los valores hipotecarios. Me estoy refiriendo a los fondos de regulación del mercado hipotecario. Sólo se constituyó, por imperativo legal (art. 25.4 LMH), el fondo público, que acabó desapareciendo (28).

En esta materia se encuentra otro ejemplo de deficiente técnica legislativa. La Ley 41/2007 debió derogar el artículo 25 de la LMH. Cuando el legislador incorporaba (Ley 47/2007) el derecho comunitario de la Unión Europea en materia de mercados de valores, introduciendo elementos de modernización y competitividad en nuestro ordenamiento jurídico en la materia, y actualizaba flexibilizando e incorporando a las técnicas financieras de los nuevos mercados de valores la regulación del mercado hipotecario, no tenía sentido mantener en la LMH una fórmula de liquidez ya no operativa como los fondos de regulación del mercado hipotecario. Sin embargo, ahí está. Y claro, luego vienen las paradojas. El artículo 25.3 de la LMH dispone que reglamentariamente se desarrolle el régimen jurídico de estos fondos. Así lo hacía el anterior RMH. El nuevo reglamento, sin embargo, sencillamente ignora el mandato legal. Ni siquiera menciona la cuestión en su Preámbulo. Por otra parte, el artículo 25.4 de la LMH sigue conteniendo un mandato al inexistente Banco Hipotecario de España para que bajo sus auspicios exista un fondo público de regulación del mercado hipotecario. Son disposiciones en desuso, que debieron desaparecer cuando se llevó a cabo la reforma legal

(27) El porcentaje del 50 por 100 fue sugerido por Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cfr. Informe 2007/2008 del Consejo de Estado al Proyecto de Real Decreto 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, de 23 de diciembre de 2008.

(28) El consejo de administración de su sociedad gestora celebró su última sesión el 11 de diciembre de 2002.

de 2007. Otro tanto cabe decir del artículo 6 de la LMH en el que se regula el aval hipotecario, contemplado también en el anterior artículo 33 del RMH. El nuevo reglamento no menciona la materia; pero el artículo 6 de la LMH sigue estando ahí y diciendo que las entidades del mercado hipotecario «podrán conceder avales para garantizar la devolución de préstamos ajenos cuando el prestatario constituya en contragarantía» una hipoteca inmobiliaria con los requisitos del mercado hipotecario.

Hasta aquí he ofrecido algunos trazos de la importante reforma de la regulación del mercado hipotecario. Como ya indiqué, se pretendía con ella propiciar la flexibilidad y la competitividad en este mercado de forma que se facilitase la refinanciación del crédito hipotecario en el contexto general de los mercados de valores. Desafortunadamente la reforma legal llegó de la mano de la crisis económica; y en buena medida al tiempo que se señalaba al mercado hipotecario, o más exactamente al crédito hipotecario, como principal causa detonante de la grave crisis financiera mundial que eclosionó en 2008.

Para contribuir a la intelección de ese nexo entre crisis financiera y crédito hipotecario es necesario previamente conocer cómo se completa el proceso de refinanciación del crédito hipotecario en los mercados de capitales a través del mecanismo de titulización hipotecaria. No se trata de hacer aquí un examen exhaustivo del régimen jurídico de la titulización. Bastará con señalar las principales líneas maestras para concluir con algunas consideraciones en torno al mercado hipotecario y la crisis financiera.

2. FUNCIÓN Y REGULACIÓN DE LA TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

Las cédulas y los bonos hipotecarios no transfieren el riesgo del crédito hipotecario. Cuando las entidades de crédito saturan su balance con créditos hipotecarios, llega un momento en el que les conviene transmitirlos a terceros. Pero ni las cédulas ni los bonos permiten tal cesión de los créditos, ya que su naturaleza es obligacional, limitándose a poner en circulación un nuevo derecho de crédito en el que la entidad emisora ocupa la posición deudora.

La participación hipotecaria sí permite esa transmisión del riesgo y del activo, pero tiene un inconveniente consistente en que cada una está referida a un concreto crédito hipotecario. Por tanto, las características de cada participación estarán en función del crédito participado. Y, desde luego, cada crédito vendrá a ser diferente de otro. Las diferencias podrán ser más o menos relevantes y podrán estar referidas a una pluralidad de elementos: el deudor hipotecario, la cuantía, el tipo de interés, el *periodo* de amortización, la ubicación del inmueble hipotecado, las condiciones de éste, etc. De ahí que las propias participaciones hipotecarias carezcan de la homogeneidad necesaria para que puedan ser objeto de rápida comercialización en un mercado secundario.

La solución viene de la mano de los bonos de titulización hipotecaria, con los que se alcanza esa homogeneidad. La creación de fondos de titulización hipotecaria (FTH) facilita una solución financiera y jurídica; el activo del fondo no es homogéneo a efectos de mercado, pero sí lo es el pasivo, incluso aunque en éste pueda haber distintas clases o series de valores.

2.1. FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

El marco normativo básico de la titulización hipotecaria es el siguiente:

- Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria.
- Real Decreto 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.
- 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 se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

Los fondos de titulización hipotecaria son patrimonios separados y cerrados carentes de personalidad jurídica que están integrados, en cuanto a su activo, por participaciones hipotecarias agrupadas y, en cuanto a su pasivo, por valores conocidos como bonos de titulización hipotecaria emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo.

El artículo 5.º 2 de la Ley 19/1992 establece que los fondos de titulización hipotecaria se crearán mediante escritura pública que otorga la sociedad gestora de fondos de titulización (29) y que tendrá determinado contenido, a saber:

1. Identificación de las participaciones hipotecarias que integran el activo patrimonial del fondo. Se han de incluir las reglas de sustitución. Se está apuntando aquí a dos cuestiones de significativa relevancia. Una es el mecanismo de sustitución cuando se detecte que alguna participación hipotecaria no reúne los requisitos legales para integrar el fondo. El otro supuesto es el relativo a la amortización anticipada. Esta es una peculiaridad, especialmente relevante, de los créditos hipotecarios. Existe la posibilidad de que en cualquier momento el deudor hipotecario amortice. Mientras en el primer supuesto la Ley obliga a la sustitución de las participaciones hipotecarias, en el caso

(29) Artículo 6.º 1 de la Ley 19/1992.

de amortización anticipada el legislador deja en libertad a la sociedad gestora para que decida si acudirá a la sustitución o no. Ahora bien, si se opta por la sustitución, entonces la escritura de constitución del fondo ha de recoger el procedimiento de sustitución que se establezca.

2. Definición precisa del contenido de los valores a emitir. Si se emitiesen varias series, se tendrá que describir con precisión el contenido de los derechos que confieren los valores de cada serie.
3. Reglas (especialmente financieras) que regirán el fondo. La finalidad fundamental que pretenden los FTH es convertir (*swap*) diferentes créditos hipotecarios, cedidos mediante participaciones hipotecarias, en «productos» financieros ajustados a la pluralidad de demandas de los inversores. De esta forma activo y pasivo del fondo discurren en paralelo, pero no necesariamente con el mismo cauce de flujos de capitales en todo momento. El único requisito legal es que, en términos globales o totales, los flujos económicos del activo se correspondan con los del pasivo, resultando cero el valor patrimonial neto del fondo. Las reglas financieras, por tanto, deben establecer al detalle el funcionamiento financiero del fondo. Su estructura financiera puede ser de gran complejidad. Se pueden establecer distintas series de bonos de titulización hipotecaria, escalonando la amortización, de forma que no comienza la de una serie mientras no finaliza la amortización total de la anterior. En estos casos, también los tipos de interés (variables o no) serán más elevados cuanto más tarde comienza la amortización. Se retribuye así con un tipo más alto el mayor riesgo que se asume porque las últimas series se posponen a las anteriores. En caso de incumplimiento de los deudores hipotecarios, si se produjese una insuficiencia financiera, tienen preferencia de cobro las series anteriores sobre las posteriores (30).
4. Designación de la entidad encargada del registro contable. Al existir la exigencia legal de que los valores de titulización hipotecaria estén representados mediante anotaciones en cuenta, es necesario designar la entidad encargada del registro contable.
5. Denominación. Resulta una obviedad, pero no por ello está de más que expresamente se recuerde la necesidad de la mención de la denominación del fondo. Para que tenga suficiente carácter identificador ha de hacer mención a su condición de «Fondo de Titulización Hipotecaria» (FTH).

(30) «Los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del Fondo» (art. 5.º 8 de la Ley 19/1992).

2.2. BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

El artículo 5.º 3 de la Ley 19/1992 dispone: «La constitución de fondos deberá ser objeto de verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos previstos en la Ley 24/1988, para la emisión de valores, con las adaptaciones que reglamentariamente puedan establecerse». Y continúa la norma: «Ni los Fondos ni los valores que se emitan con cargo a ellos serán objeto de inscripción en el Registro Mercantil». Es un caso más en nuestro ordenamiento jurídico en el que se pasa de la publicidad del Registro Mercantil a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la publicidad a través de sus registros (31).

Precisamente debido a la complejidad técnica y financiera que presentan los fondos y los bonos de titulización hipotecaria, la Ley exige también que sean objeto de examen y calificación por parte de terceros especializados, esto es, por entidades de calificación (*rating*). Así, la Ley 19/1992 dispone en su artículo 5.º 8: «El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión».

El legislador pretende asegurar la liquidez de los bonos de titulización mediante su fácil transmisión. Para ello adopta dos importantes medidas que van concatenadas: la negociación en mercados secundarios y la representación mediante anotaciones en cuenta. Se simplifica, pues, no sólo el proceso de emisión, sino también el posterior de circulación. Se incentiva la inversión porque se garantiza liquidez al inversor. Se facilita la transmisión o negociación al evitar el papel y disponer la representación electrónica de los valores (anotaciones en registros electrónicos) (32).

Como se ha visto, los FTH son patrimonios separados sin personalidad jurídica, que necesitan de la representación de la sociedad gestora (art. 5.º 2 de la Ley 19/1992). Ésta ostenta la administración y representación legal del fondo, no como propietaria, sino como «gestora de negocios ajenos» (33). Ha de actuar, por tanto, en interés de los partícipes. Responde frente a éstos por su obligación de actuación diligente a favor de los partícipes. Pero no es obligada, y por tanto no responde, en la relación jurídica entre partícipes

(31) Vid. artículo 30 ter LMV, y artículo 10.6 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva: «La inscripción de los fondos de inversión en el Registro Mercantil será potestativa».

(32) «Los valores emitidos con cargo a los Fondos se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta». «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» (art. 5.º 9 de la Ley 19/1992).

(33) «La administración y representación legal de los Fondos corresponderá a las Sociedades gestoras que los hubieran creado» (art. 5.º 2 de la Ley 19/1992).

y deudores hipotecarios. Es emisora de los valores (bonos de titulización hipotecaria), pero no deudora en relación con el crédito que dichos valores representan (34).

La configuración jurídica de la titularidad o «propiedad» de las participaciones hipotecarias que integran cada FHT presenta peculiaridad y dificultades (34 bis). Los bonistas son los propietarios del patrimonio del fondo, pero sin facultades de disposición sobre el mismo. Se establece una estructura fiduciaria de la propiedad importada del *trust* anglosajón. La dificultad no reside ya sólo en el difícil encaje que supone la división de la propiedad entre «legal» y «real». Legalmente la propiedad de las participaciones no corresponde a la sociedad gestora, sino a los partícipes. Pero éstos carecen de la posibilidad de ejercer las facultades dominicales sobre las mismas. Esa capacidad jurídica viene atribuida en exclusiva a la sociedad gestora, si bien deberá actuar siempre en interés de los bonistas. Se puede hablar de copropiedad del fondo en términos globales. Todos los bonistas son propietarios de la totalidad del fondo, sin posibilidad de asignar cuotas separables (todo lo más serán teóricas) en función de la cuantía o porcentaje sobre el total que en cada momento corresponda atribuir a cada bonista. Se facilita la salida del patrimonio común, esto es, del fondo, mediante la negociación de los bonos en un mercado secundario.

Los bonistas asumen el riesgo de impago por parte de los deudores hipotecarios. Ahora bien, el ejercicio de las acciones derivadas de la condición de acreedor hipotecario de los bonistas está condicionado y limitado. Las acciones se han de ejercitar siguiendo un doble escalón:

- 1.º) Los bonistas no pueden actuar como copropietarios de las participaciones hipotecarias titulizadas. Es la sociedad gestora la que los representa y la que ha de ejercitar las acciones que corresponden a los partícipes titulares de participaciones hipotecarias (35).
- 2.º) La entidad emisora de las participaciones hipotecarias, en cuanto administrador de los créditos hipotecarios, ha de ejercitar las acciones procesales para obtener el cobro o ejecutar la garantía hipotecaria. La sociedad gestora puede concurrir con ella, o ejercitar las acciones pertinentes, si la entidad administradora no lo

(34) «La constitución de Fondos de Titulización Hipotecaria se llevará a cabo por sociedades gestoras especializadas, denominadas precisamente “Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria”, que tendrán en ésta su objeto exclusivo.

Las Sociedades Gestoras podrán tener a su cargo la administración y representación legal de uno o más Fondos. Les corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los Fondos que administren» (art. 6.º 1 de la Ley 19/1992).

(34 bis) Vid. MADRID PARRA, A., «La propiedad especial del patrimonio de los fondos de inversión y titulización», en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 6, 2010, págs. 9-59.

(35) Vid. artículos 30 y 31 del RMH.

hace tras compelerle a ello. También puede la sociedad gestora subrogarse en la posición procesal de la entidad emisora de las participaciones hipotecarias en caso de paralización de su actuación en el proceso (36).

Como es sabido, la consistencia o fortaleza de los derechos, y específicamente de los derechos de crédito, se pone de manifiesto cuando se somete al crisol o banco de pruebas del Derecho concursal. Llegada una situación concursal, los titulares de los bonos de titulización hipotecaria cuentan con una doble protección privilegiada, que les protege frente a los dos principales riesgos que afrontan, a saber: por una parte, la nulidad del negocio de emisión, y, por otro lado, el impago del deudor hipotecario.

La LMH contiene una norma protectora del negocio de emisión de las participaciones hipotecarias. Se encuentra en su artículo 15, cuyo párrafo 7.º, según la redacción dada por la Ley 41/2007, dice: «En caso de concurso de la entidad emisora de la participación, el negocio de emisión de la participación sólo será impugnabile en los términos del artículo 10, y, en consecuencia, el titular de aquella participación gozará de derecho absoluto de separación» (37). Se dispone que se aplique al negocio jurídico de emisión de la participación hipotecaria el mismo régimen restrictivo de impugnación o rescisión concursal que en el caso de las hipotecas inscritas a favor de la entidad financiera. Es decir, para que proceda la acción rescisoria concursal, se exige que, además de la prueba de existencia de perjuicio para los acreedores de la entidad emisora en concurso (art. 71.1 de la Ley Concursal), se pruebe que existió fraude en el acuerdo de emisión de la participación hipotecaria. Por tanto, se exige la concurrencia y prueba del *damnum* y del *consilium fraudi*.

La segunda parte de la disposición no hace sino explicitar una consecuencia de la naturaleza de la participación hipotecaria. Como ya se dijo, esta clase de título valor hipotecario es un instrumento de cesión parcial de un crédito hipotecario. Por tanto, la parte cedida del crédito ya no pertenece al cedente, sino al cesionario, aunque aquél normalmente mantenga la gestión del crédito. Aquí no se establece una norma concursal especial. Simplemente se aplica la regla general contenida en el artículo 80 de la Ley Concursal para delimitar la masa activa del concurso: «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 titularidad y el riesgo sobre la parte cedida del crédito hipotecario corresponden al partícipe. En consecuencia, a la hora de la determinación de la masa activa del concurso de la entidad emisora, dicha parte del crédito no será computada.

(36) Vid. artículo 31 RMH.

(37) Vid. *supra* en texto el artículo 10 LMH.

2.3. «SECURITIZACIÓN» O TITULIZACIÓN Y MERCADO

La «securitización» (*securitization* en Estados Unidos) o titulización constituye el último eslabón de engarce del mercado hipotecario con los mercados de capitales. Permite la «conversión» de créditos hipotecarios con características individuales diferentes en valores homogéneos que permiten la transmisión de su titularidad y del riesgo en los mercados de valores.

La ingeniería financiera permite «empaquetar» productos a la medida de las necesidades de los distintos tipos de inversores que acuden al mercado. En teoría todo son ventajas. La entidad emisora obtiene directamente refinanciación del crédito hipotecario en los mercados, sin necesidad de la intermediación bancaria. Con ello se abaratan costes. Los inversores obtienen la titularidad en créditos de calidad que cuentan con garantía hipotecaria. Son créditos de larga duración que resultan especialmente atractivos para inversores institucionales como compañías aseguradoras o fondos de pensiones. El *stripping* o segregación de principal e intereses así como la emisión de series con distintos plazos de amortización y tipos de interés permiten una mejor adaptación a las previsiones de obligaciones de pasivo de dicha clase de entidades.

Con ser importante la garantía hipotecaria última, a ésta se suma, como atractivo de los bonos de titulización hipotecaria, la confianza en el correcto quehacer profesional de las entidades emisoras así como la aportación de medidas de mejora crediticia que van desde la contratación de seguros a la aportación de contratos de productos derivados.

Si la titulización hipotecaria constituye un proceso útil en el sistema financiero, ¿por qué se le culpa de ser una causa especialmente destacada en la crisis financiera mundial del segundo lustro del tercer milenio?

3. CRISIS FINANCIERA Y CRÉDITO HIPOTECARIO

Como acabo de señalar, la bondad y eficiencia del mecanismo de la titulización hipotecaria descansa en el buen quehacer profesional de quienes generan y comercializan los créditos hipotecarios. Ciertamente la estructura del ordenamiento jurídico en el que aquélla se produce, la regulación existente en la materia y la supervisión pública y privada son elementos que influyen para dificultar más o menos conductas anómalas de los operadores económicos. Así, por ejemplo, es muy diferente la estructura jurídica en la que se inserta la titulización en Estados Unidos y en España, siendo cierto que nuestro país importa del americano el modelo económico y, en buena medida jurídico, de la titulización.

Existe un escenario normal de actuación conforme a la legislación. Una vez más, como en tantos otros ámbitos de la realidad, una cosa es el deber ser y

otra lo que realmente es o sucede. El escenario normal y regular de actuación conforme a la legislación es aquel que implica una rigurosa evaluación crediticia del solicitante del crédito hipotecario y la exigencia a éste de una adecuada aportación económica inicial al adquirir el inmueble hipotecado. El porcentaje de fallidos es bajo. En caso de impago del deudor hipotecario, se hacen efectivas las garantías personales (agencias federales o emisores de los valores); y en última instancia se hace efectiva, mediante la ejecución hipotecaria, la garantía constituida por el valor del inmueble hipotecado. En tal caso, en el escenario de normalidad, el valor de inmueble será superior a la deuda pendiente.

La otra cara de la moneda, el escenario irregular que se ha dado, ha consistido en: la concesión de préstamos a personas con escasa capacidad crediticia (las hipotecas *subprime*) y la tasación elevada de los inmuebles, con concesión de préstamos incluso superiores al 100 por 100 del valor del bien hipotecado (38). En estos casos no había aportación inicial adicional sobre el importe del préstamo por parte del deudor hipotecario y pronto el crédito resultaba fallido, de forma que el índice de fallidos se elevaba sobremanera. La elevación del número de ejecuciones hipotecarias contribuía a su vez a

(38) Precisamente no ayuda a prevenir esas conductas disposiciones como las contenidas en la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito (BOE núm. 79, de 1 de abril) que, en vez de remitir la actividad profesional consistente en la concesión de créditos hipotecarios al ámbito de las entidades de crédito, regula el ejercicio de dicha actividad sin someterla al control de la autoridad económica (Banco de España y Comunidad Autónoma en su caso). Mientras la Comisión Nacional del Mercado de Valores persigue los «chiringuitos financieros» en el mercado de la inversión, se permite que puedan existir en el mercado del crédito (hipotecario en este caso). Para aportar la máxima seguridad, garantía y protección a los consumidores hubiera bastado con exigir que se adopte la forma de Establecimiento Financiero de Crédito con sometimiento, por tanto, a la legislación que, como entidad de crédito, los rige. Por el contrario, la citada Ley establece otras obligaciones, como la inscripción en un registro autonómico, para las «empresas» que se dedican a conceder préstamos o créditos hipotecarios, ignorando que las «empresas» no tienen personalidad jurídica y, por tanto, no son sujetos a los que quepa imputar derechos u obligaciones. El sujeto es el empresario, sea persona natural o jurídica. Con este tipo de regulación se da pie a que luego sucedan casos como el de Afinsa o Forum Filatélico, materia en la que la derogada Disposición Adicional 4.^a de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE núm. 265, de 5 de noviembre) atribuyó la capacidad sancionadora «a la Administración pública competente por razón de la materia de protección de los consumidores y usuarios». Vid. TAPIA HERMIDA, A. J., «Proyecto de Ley sobre contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 113, 2009, págs. 263-266, quien termina preguntándose: «¿Por qué no se ha reservado el desarrollo de estas actividades a los establecimientos financieros de crédito, ya regulados por la Ley 3/1994, el Real Decreto-ley 12/1995 y el Real Decreto 692/1996, de 25 de abril, inscritos en el Registro correspondiente del Banco de España y que cuentan como la primera de las actividades típicas, “las de préstamo y crédito, incluyendo crédito al consumo, crédito hipotecario y la financiación de transacciones comerciales [art.1.1.a) del Real Decreto 692/1996]?”».

reducir el precio de los inmuebles. Consecuencia directa e inmediata es la insuficiencia del valor de los inmuebles para cubrir la deuda pendiente. Todo ello hace que el valor de los créditos hipotecarios y los valores que los representan baje en los mercados de capitales, y cuando, tras una ejecución hipotecaria, el valor del inmueble es insuficiente, el inversor no puede recuperar su dinero y sufre una pérdida. Como, además estos «productos» hipotecarios se han comercializado en los mercados internacionales, la crisis financiera y sus efectos son de ámbito mundial, aunque el epicentro del fenómeno se hallara en Estados Unidos.

La bajada de valor de los títulos hipotecarios en los mercados de capitales, por las razones señaladas, provocó la caída generalizada de dichos mercados. Se ha producido un efecto sistémico en la crisis financiera mundial de 2008, que ha puesto en peligro todo el sistema financiero. Tal hecho es el que ha obligado a los Gobiernos a tomar medidas e intervenir para evitar el hundimiento global del sistema. Una vez más se ha asistido a la paradoja de la intervención pública (con recursos públicos) para salvar el libre mercado de operadores privados.

Ciertamente la comercialización de las hipotecas *subprime* a través de diferentes procesos de titulización no es la causa única de la crisis financiera mundial. Pero sí es un factor relevante, que ha adquirido esa especial importancia precisamente porque el conjunto de las circunstancias económicas (situación generalizada de «burbuja económica» o especialmente de «locura financiera») y políticas así lo han propiciado. No deja de ser paradójico que, un mercado hipotecario nacido en Estados Unidos como respuesta para superar en los años treinta del siglo XX la situación derivada de la Gran Depresión de 1929 en el sector inmobiliario, se haya convertido en los albores del tercer milenio en factor esencial de «contaminación económica» del sistema financiero mundial a través de los valores de titulización hipotecaria colocados en los mercados.

CONCLUSIÓN

En España la gran reforma del mercado hipotecario con rango legal ha llegado al final de 2007. Su implementación en la práctica con el nuevo RMH de 2009 se tendría que producir en plena caída económica derivada de la crisis financiera mundial. Como se ha visto, la reforma aporta novedades «flexibilizadoras», pero su aplicación, como todo el sistema financiero, demanda un clima de confianza del que precisamente se carece en la actualidad.

Esto no significa que los instrumentos financieros del mercado hipotecario, incluido el proceso de titulización hipotecaria, no sean instrumentos válidos para el fin propuesto: aportar financiación para movilizar el crédito

hipotecario. Todo instrumento puede ser mejorable, pero desde luego no se puede confundir el instrumento con el uso que se haga de él. Efectivamente ha habido un mal uso de los instrumentos financieros hipotecarios (peor, por ejemplo, en Estados Unidos, que en España) con nefastas consecuencias económicas. La solución no parece que esté en terminar con el sistema financiero o con el mercado hipotecario, sino en adoptar las medidas necesarias para asegurar su correcto funcionamiento y evitar las actuaciones desviadas al servicio de intereses deleznables.

5. REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA

- CARRASCO PERERA, Á., *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, Madrid, 2004.
- MADRID PARRA, A., «Reforma del Mercado Hipotecario tras una década», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 49, enero-marzo de 1993, págs. 43-83.
- «Garantía de los valores hipotecarios y crisis financiera», en *Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 10, 2009, págs. 49-94.
- «La legitimación en los valores anotados», en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Universidad de Valladolid, Valladolid, 1998, págs. 799-825.
- «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, Madrid, 2008, págs. 45-99.
- «Los valores hipotecarios tras la Ley 41/2007», en *Derecho de los Negocios*, núm. 214-215, julio-agosto de 2008, págs. 7-39.
- *El Mercado Hipotecario (EE.UU.-España)*, Banco Hipotecario de España, Madrid, 1988.
- PARRA LUCÁN, M.^a Á., «Los principios generales de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, de modificación de la Ley del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 711, 2009, págs. 261-352.
- PULGAR EZQUERRA, J., «El acreedor hipotecario en la nueva legislación concursal», en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 250, 2003, págs. 1425-1477.
- «Refinanciaciones de deuda y concurso de acreedores: la ausencia de “escudos protectores” y el fraude del artículo 10 de la Ley del Mercado Hipotecario», en *La Ley*, núm. 6963, 9 de junio de 2008, págs. 1-8.
- ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., «El Proyecto de Ley por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 113, 2009, págs. 275-282.
- SANJUÁN MUÑOZ, E., «Refinanciación de deuda tras la reforma concursal», en *Diario La Ley*, 2009, núm. 7189.
- URÍA FERNÁNDEZ, FRANCISCO, «Conclusiones provisionales a propósito de la Ley 41/2007», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 112, 2008, págs. 7-40.

RESUMEN

MERCADO HIPOTECARIO
CRISIS FINANCIERA

Se analiza principalmente la reforma del mercado hipotecario llevada a cabo en España mediante la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria. Asimismo se examina el nuevo texto reglamentario en la materia contenido en el Real Decreto 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. Sólo se abordan algunas de las cuestiones especialmente relevantes o relacionadas con el mercado de los valores hipotecarios. Se hace una breve descripción del proceso de titulización hipotecaria en cuanto puente que permite pasar a establecer el punto de conexión entre la actividad de generación y comercialización del crédito hipotecario, por un lado, y la crisis financiera mundial, por otro.

ABSTRACT

MORTGAGE MARKET
FINANCIAL CRISIS

This paper discusses the reform of the mortgage market carried out in Spain by Law 41/2007, December 7, amending the Law 2 / 1981, March 25, regulating the mortgage market and other rules of mortgage and financial system, the reverse mortgages and insurance of dependency and which provides certain tax rule. It also examines the new regulations on the subject contained in Royal Decree 716/2009, April 24, which develops certain aspects of Act 2 / 1981 of March 25, regulating the mortgage market and other rules of the mortgage and financial system. The discussion is only about some of the issues specifically relevant or related to the market for mortgage-back securities. There is a brief description of the process of mortgage securitization as a bridge that allows establishing the connection between the activity of generation and marketing mortgages, on the one hand and the global financial crisis on the other.

(Trabajo recibido el 29-6-2009 y aceptado para su publicación el 9-4-2010)