

La inscripción de bienes inmuebles a favor de Fondos de Titulización

por

SEBASTIÁN DEL REY BARBA
Registrador de la Propiedad

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. EL MARCO Y LA EVOLUCIÓN NORMATIVA:
 1. ANTECEDENTES.
 2. LA LEY DEL MERCADO HIPOTECARIO.
 3. LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA.
 4. LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.
 5. ESQUEMA COMÚN DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN.
- III. INSCRIPCIÓN DE INMUEBLES A FAVOR DE FTH Y FTA EN EL REGISTRO DE LA PROPIEDAD:
 1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.
 2. POSICIÓN INICIAL DE LOS REGISTRADORES DE LA PROPIEDAD. DEFECTOS SEÑALADOS:
 - A) *Falta de personalidad jurídica.*
 - B) *La composición del patrimonio de los fondos.*
 - C) *Otros posibles defectos.*
 3. POSICIÓN Y ARGUMENTACIÓN DE LOS PRESENTANTES.
- IV. LA SOLUCIÓN LEGAL: EL ARTÍCULO 27 DEL REAL DECRETO-LEY 6/2010, DE 9 DE ABRIL:
 1. CONTENIDO DE LA MODIFICACIÓN.
 2. DEFECTOS FORMALES DE LA NUEVA NORMATIVA.
 3. PROBLEMAS DE FONDO QUE PUEDEN PLANTEARSE.
 4. CONSECUENCIAS.
 5. OTROS PROBLEMAS QUE SE PUEDEN PLANTEAR.
- V. CONCLUSIONES.
- VI. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo pretendemos analizar los distintos problemas que pueden surgir con la inscripción en el Registro de la Propiedad del dominio y demás derechos reales a favor de Fondos de Titulización de Activos (FTA) y de los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH).

Se había planteado esta cuestión en numerosos Registros de la Propiedad de nuestro país, adoptándose por los registradores diversas soluciones. La más frecuente fue la de rechazar la inscripción de titularidades a favor de este tipo de Fondos, basándose en diversos argumentos, entre otros, la carencia de personalidad jurídica de los mismos. Por Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, se permitió la inscripción de bienes inmuebles a favor de los Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos de Titulización de Activos.

Estos supuestos son, sin duda, una novedad en nuestra práctica jurídica y económica. No hay que olvidar que es fruto de la situación de crisis económica que sufrimos desde hace unos años. Estas solicitudes de inscripción de inmuebles a favor de los FTA y FTH vendrán determinadas por la cesión que se ha hecho a los mismos o bien, en un procedimiento de ejecución de hipoteca y por tanto judicialmente, o bien, como consecuencia de una dación en pago de deudas, extrajudicialmente. En ambos casos, como resultado de una situación de insolvencia de un deudor hipotecario, y tratándose de préstamos o créditos hipotecarios que hubieran sido cedidos en todo o en parte a estos Fondos como consecuencia de un proceso de titulización previa.

En el presente trabajo vamos a exponer la evolución normativa en la regulación de este tipo de Fondos de Titulización, distinguiremos los argumentos que en un primer momento se dieron para denegar este tipo de titularidades en el Registro de la Propiedad, expondremos la solución dada a este punto en concreto por el denominado Pacto de Zurbano, con el Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, y por último, los problemas que entendemos lleva consigo una solución como la prevista dada la situación económica actual.

Sin embargo, antes de entrar de lleno en la materia y teniendo en cuenta el componente eminentemente financiero de este tipo de Fondos, cabría hacer una reflexión previa sobre el carácter civil de este tema.

Para justificar este estudio desde la perspectiva del Derecho Civil, debemos tener en cuenta que la regulación de los Fondos de Inversión en general afecta al Derecho Civil tanto en su configuración jurídica como en los conceptos en que se sustenta (1). También interesará desde un punto de vista civil, por la

(1) Cfr. ORTÍ VALLEJO, Antonio, y GARCÍA GARNICA, María del Carmen, «Los fondos de inversión inmobiliaria. Aproximación a su régimen jurídico», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 690, año 2005, págs. 1221-1267. En este artículo se van a señalar

necesaria delimitación de conceptos clásicos en la materia como la dación en pago de deuda y la dación para pago, la figura del mandato y la gestión de negocios ajenos por quien ostente la representación de los partícipes de estos fondos, etc...

Consideramos preciso también relacionar este tipo concreto de Fondos de Titulización con el Derecho Hipotecario o Registral Inmobiliario.

Las consecuencias que intentaremos extraer de este trabajo no van a ser puramente registrales o hipotecarias, sino que la inscripción a favor de estos Fondos tiene unos importantes efectos prácticos y sustantivos que pondremos de manifiesto. Sin embargo, hay que evitar que el origen de esos efectos, que pueden ser perniciosos o al menos peligrosos en algunos casos, se encuentre en permitir que esos Fondos sean titulares registrales. Es decir, que dicha inscripción sirva para dar una apariencia de protección a terceros que pueden resultar afectados y a los que realmente no se les ha dado la protección exigida por la ley.

Llama también la atención que se ponga en relación el Registro de la Propiedad con los Fondos de Titulización de Activos e Hipotecaria, ya que aquel se refiere fundamentalmente a inmuebles, y estos tienen un carácter eminentemente mobiliario, por lo que se refiere a su activo como luego estudiaremos. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria (*real estate investment trusts*) regulados hoy por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre (LIIC), son instrumentos de inversión colectiva que invierten su patrimonio en inmuebles urbanos (viviendas, locales, aparcamientos...), para su arrendamiento, que es de donde proviene su rentabilidad y también del incremento de su valor patrimonial. Los FII, por su objeto, sí que permitirían una relación estrecha con el Registro de la Propiedad y una regulación y un estudio desde la perspectiva del Derecho Hipotecario o Registral Inmobiliario (2). Por otro lado, los Fondos de Inversión Mobiliaria (*Security investment fund*), serán aquellas instituciones de inversión cuyo patrimonio está constituido por activos financieros de renta fija, de renta variable y de renta mixta. Los FTH y FTA no se incardinan en esta distinción que resulta de la LIIC, pero su naturaleza sin duda es mobiliaria por su patrimonio y objeto. De lo dicho resulta ya lo que será un hilo conductor a lo largo de este trabajo; la incongruencia que en principio resulta de que este tipo de fondos que invierten en bienes muebles, puedan ser titulares de bienes inmuebles y que además se

una serie de problemas y cuestiones de los fondos en general y de los FII en particular cuya solución vendrá determinada por el Derecho Civil, como la carencia de personalidad jurídica de los mismos, el que las facultades de administración y disposición no corresponden a los partícipes del fondo sino a una sociedad gestora, las relaciones entre la entidad emisora, la gestora y el propio fondo, etc.

(2) El artículo 38.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en relación con los fondos de inversión inmobiliaria ya establecía: «La inscripción de bienes inmuebles pertenecientes al fondo en el Registro de la Propiedad se efectuará a su nombre».

pretenda (y se practique) la inscripción a su favor en el Registro de la Propiedad. Esta sería una primera razón y justificación para su estudio desde la perspectiva del Derecho Hipotecario, ya que no hay que olvidar que la inscripción en el Registro no es un mero requisito formal o de apariencia jurídica de la titularidad que permite transmisiones posteriores, sino que, de acuerdo con la normativa hipotecaria y del resto de nuestro ordenamiento jurídico, la inscripción atribuye unos efectos jurídicos de gran importancia desde el punto de vista civil (legitimación, fe pública registral) que no podrán perjudicar a terceros no intervinientes. Por otro lado, la inscripción a favor de un determinado titular, podrá dar lugar a adquisiciones *a non domino* cuando se cumplan determinados requisitos.

En defensa del interés registral y civil de la materia, no cabe olvidar que, en todo caso, nos vamos a referir a la inscripción de inmuebles que se encontraban hipotecados en garantía de un préstamo o crédito, y cuya hipoteca constaba inscrita previamente en el Registro a favor de la entidad acreedora y cedente.

De acuerdo con estas premisas podemos plantearnos si era necesario o no una norma que permitiera configurar a los FTH y FTA como titulares registrales.

En todo caso, no debemos perder de vista que nos encontramos ante una institución de naturaleza compleja, tanto por los distintos ámbitos normativos que confluyen en la misma, como en su funcionamiento e intervinientes. Se trata de una materia, en particular los fondos y en general los instrumentos de la denominada ingeniería financiera, que en los últimos años, debido a la influencia que han tenido en la crisis económica mundial, ha pasado de ser prácticamente desconocida a ser centro de numerosas críticas, algunas fundadas y otras no.

II. EL MARCO Y LA EVOLUCIÓN NORMATIVA

1. ANTECEDENTES

Para entender debidamente el funcionamiento de este tipo de fondos debemos hacer una breve referencia a cómo se ha llegado a la situación actual desde el punto de vista de su regulación.

El término titulización procede de la palabra inglesa *securitization* que, a su vez, deriva de los *securities* o valores mobiliarios, comprendiendo estos tanto los representados mediante títulos como mediante anotaciones en cuenta. El legislador español ideó así un término equivalente al anglosajón. Si bien el término titulización, en el ámbito de la regulación española del mercado de valores, hará referencia más a la representación de valores mediante títulos que mediante anotaciones en cuenta (3). La titulización podemos definirla como el proceso de

(3) Cfr. MADRID PARRA, Agustín, señala que el legislador se vio obligado a forzar el lenguaje para expresar una realidad para la que nuestro idioma no tenía un término previsto.

conversión de un préstamo o activo no negociable en un valor negociable (4). En un sentido más estricto sería aquel procedimiento de transformación financiera mediante el cual préstamos o créditos hipotecarios (en la titulización hipotecaria), u otros activos o derechos de crédito (en la titulización de activos), de la cartera de una entidad (cedente) pueden ser vendidos o cedidos, en todo o en parte, a los inversores en forma de valores negociables, generalmente mediante previa agregación o modificación de algunas de sus características como añadir garantías adicionales o modificando los flujos de pagos.

Estos procedimientos de titulización hay que encuadrarlos en la necesidad de financiación de las entidades de crédito. En el ámbito continental, la actividad de las entidades de crédito ha venido constituida fundamentalmente por lo que se conoce como actividad de «crédito indirecto». La captación de fondos del público reembolsables a la vista y la cesión a terceros de fondos cobrando un precio por ello. La ganancia de las entidades, en esta actividad tradicional de la banca, se encuentra en la diferencia entre lo pagado por recibir los fondos y lo cobrado por prestarlos. Las entidades de crédito responden, a su vez, frente a sus acreedores por los fondos captados, y soportan el riesgo de impago de sus propios deudores.

A ello hay que añadir que tienen ciertos límites a la cesión de fondos, que vendrán marcados no solo por la liquidez disponible, sino también por la regulación contable aplicable a las entidades de crédito, que establece, atendiendo al riesgo asumido por las entidades, unas limitaciones como las del llamado coeficiente de caja o la de recursos propios que, en definitiva, van a imponer fuertes restricciones a la actividad crediticia para garantizar la solvencia frente a sus acreedores mediante obligadas provisiones (5).

Este problema se pone especialmente de relieve en los supuestos de préstamos o créditos de larga duración, que implican una práctica inmovilización de los recursos financieros invertidos. Todo ello supone una merma significativa de la actividad, por lo que las entidades han de buscar otras vías para obtener liquidez.

Como respuestas al problema planteado fueron apareciendo diversas soluciones: Los sistemas de titulización que son propios, como hemos señalado

Añade que el vocablo que utilizó la Ley 19/1992 (que se ha mantenido para estos procesos de financiación) es un término complejo y forzado y que incluso el legislador tuvo que corregir la errata de fondos de *titulación*, en vez de la correcta *titulización*, que se había deslizado en la denominación sumarial de la propia ley. «La llamada titulización hipotecaria (Ley 19/1992)» en número 29 de *Derecho de los Negocios*, págs. 4 y 5.

(4) El diccionario de la RAE define el término titularizar como «Convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado».

(5) El Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, reconoce en su Exposición de Motivos que como consecuencia de la acumulación de bienes inmuebles en el balance de las entidades de crédito, es necesario establecer una serie de medidas de saneamiento de dichos balances de las entidades de crédito, entre ellas, el reforzamiento de los recursos propios a través de provisiones.

del ámbito anglosajón, y otra vía, la vinculación de patrimonios, más propia de los sistemas europeos y que en nuestro país encontró acomodo, como veremos, mediante la figura de las cédulas y de los bonos hipotecarios.

En los países anglosajones estos problemas habían sido resueltos mediante sistemas avanzados de gestión del riesgo de crédito. En concreto, en Estados Unidos la figura jurídica de la titulización existía desde 1968 (6). Mediante estos sistemas, el riesgo se reducía sustancialmente por la cesión a terceros de porciones de carteras de crédito que eran asumidas por «entidades vehículo» especiales, asumiendo la gestión la entidad de crédito de origen. De este modo, un mayor volumen de las carteras de crédito permitía una menor utilización de los recursos propios y, por tanto, una mayor posibilidad de negocio. Son los CDOs (*Collateralised debt obligations*), que engloban los CLOs (*Collateralised loan obligations*) y los CBOs (*Collateralised bond obligations*). Términos que se hicieron muy famosos en los últimos años como consecuencia de la crisis económica con relación a las hipotecas *subprime*, cuyo riesgo se había ido transmitiendo mediante su participación a otras entidades, hasta «contaminar», gran parte de los instrumentos financieros y vehículos de inversión existentes en el mercado internacional.

En nuestro país, a comienzos de los años ochenta, se puso de manifiesto la necesidad de movilización de los recursos financieros que en los préstamos y créditos concedidos se encontraban inmovilizados. Una primera posibilidad que se planteó era la cesión ordinaria de créditos, que se encontraba ya en la legislación española. Esta se encuentra regulada en nuestro Código Civil (CC) en los artículos 1526 y siguientes. Y en el Código de Comercio (CDC) en los artículos 347 y 348. Además, con relación a los créditos hipotecarios, que son la gran mayoría de los que hoy día conceden las entidades de crédito, su cesión viene regulada de manera especial (por la estrecha unión que existe entre crédito y garantía) en el artículo 1878 del Código Civil y 149 a 152 de la Ley Hipotecaria (LH). Ahora bien, esta regulación va a establecer una serie de requisitos (7) para la cesión de los créditos hipotecarios que hacen inviable su aplicación para transmisiones en masa de grandes volúmenes de créditos en mercados primarios y secundarios.

(6) V.gr. En el mercado danés, la titulización también lleva funcionando más de cincuenta años.

(7) El artículo 149 de la LH, en su primer párrafo, establece que: «El crédito hipotecario puede cederse en todo o en parte, siempre que se haga en escritura pública, de la cual se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro». Estos tres requisitos señalados, escritura pública, notificación al deudor e inscripción del Registro son los que harían muy gravosa la cesión en masa de los créditos hipotecarios mediante esta cesión ordinaria de créditos. Así, si no hay escritura e inscripción, por la propia naturaleza hipotecaria del crédito, no será oponible la cesión a terceros. Y si no hay notificación al deudor, el artículo 150 de la LH hace al cedente responsable de los perjuicios que pueda sufrir el cesionario.

2. LA LEY DEL MERCADO HIPOTECARIO

El origen de la titulización en nuestro país vino de la mano de la regulación del mercado hipotecario, que tenía como objetivo fundamental abrir nuevas vías de financiación para las entidades de crédito. Surgió así la Ley del Mercado Hipotecario de 25 de marzo de 1981 (LMH) y su Reglamento de 7 de abril de 1982, habiendo sido este último recientemente sustituido por el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril (RMH). Esta normativa prevé tres figuras distintas, como son las cédulas, los bonos y las participaciones hipotecarias, que denomina como títulos del Mercado Hipotecario.

Como requisitos comunes a todos estos títulos o valores (8) del Mercado Hipotecario, hay que señalar que los préstamos y créditos hipotecarios a que se refieran los mismos han de cumplir los estrictos requisitos que se recogen en la sección segunda de la propia ley. Así, habrá de tratarse de préstamos o créditos que financien 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 segundo y garantizados por hipoteca inmobiliaria en las condiciones que se establezcan en la ley, sea cual sea su finalidad (art. 4). Los préstamos y créditos a que se refiere la 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. El préstamo o crédito garantizado con esta hipoteca no podrá exceder del 60 por 100 del valor de tasación del bien hipotecado. Cuando se financie la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, el préstamo o crédito podrá alcanzar el 80 por 100 del valor de tasación, sin perjuicio de las excepciones que estén previstas en la propia ley (art. 5) (9). Como otras exigencias, dentro de la sección segunda, será necesario que los bienes hipotecados hayan sido tasados con determinados requisitos y que estén asegurados contra daños por el valor de tasación (arts. 6 y 7).

(8) MADRID PARRA considera que a pesar de que la LMH se refiera a ellos como títulos, tras la Ley del Mercado de Valores de 1988 y tras el Real Decreto 1289/1991 habría que referirse a ellos como «valores» hipotecarios. En «Marco legal de la titulización de activos financieros en España», Perspectivas del Sistema Financiero, núm. 44, 1993, pág. 11 y nota al pie número 13. Aunque debemos tener en cuenta que el Real Decreto 716/2009 los sigue denominando como «títulos hipotecarios» o «títulos del mercado hipotecario».

(9) Los artículos 4 y 5 tienen redacción según 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.

El régimen jurídico de estos títulos hipotecarios es diverso entre sí, pudiendo distinguir fundamentalmente entre la regulación de las cédulas y bonos y la de las participaciones hipotecarias.

La emisión de cédulas y bonos no permite transmisión de riesgo alguno relacionado con los créditos hipotecarios a los titulares de esos valores. Son «obligaciones» que contrae el emisor frente al adquirente. Las cédulas hipotecarias son valores consistentes en un derecho de crédito contra la entidad emisora, estando garantizadas por toda la cartera de créditos hipotecarios de la entidad que los emite con ciertos límites (10). Los bonos hipotecarios son también valores que confieren un derecho de crédito contra el emisor, pero su garantía descansará en determinados créditos o préstamos hipotecarios afectados como cobertura de la emisión.

Por tanto, no hay cesión alguna del crédito ni hay transmisión de riesgo a los titulares de cédulas y bonos hipotecarios. Estos titulares solo asumen el riesgo de impago por parte del emisor, sabiendo que se cuenta con la garantía de toda la cartera de créditos hipotecarios en el caso de las cédulas, o con la de determinados créditos en el caso de los bonos (11).

Las participaciones hipotecarias, de acuerdo con la regulación que contemplan los artículos 15 de la LMH y el artículo 26 RMH, son valores que pueden representarse mediante títulos nominativos o anotaciones en cuenta. Representan los derechos que el emisor (alguna de las entidades del art. 2 de la ley) transmite a su titular —partícipe— sobre todo o parte de uno o varios préstamos o créditos hipotecarios de su cartera.

(10) El artículo 16 de la LMH establece un límite al volumen de cédulas emitidas en relación a la cartera de créditos hipotecarios de la entidad. Así, el volumen de aquellas no puede superar el 80 por 100 de «los capitales no amortizados de los préstamos y créditos hipotecarios de su cartera, que reúnan los requisitos establecidos en la sección II, deducido el importe de los afectados a bonos hipotecarios», y el artículo 18 añade que superado dicho límite deberá la entidad restablecer el equilibrio comprando cédulas o aumentando la cartera de créditos hipotecarios.

Estos límites son también aplicables a la emisión de bonos hipotecarios con relación a los créditos afectados (arts. 17.1 y 18.2 LMH). Así nos dice el artículo 17.1 de la LMH: «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».

(11) Originariamente se preveía para los bonos hipotecarios que su garantía pudiera hacerse constar en el Registro de la Propiedad mediante nota al margen de las hipotecas afectas a la emisión, que se consideraba por algunos autores como una subhipoteca. La Ley 41/2007, de 7 de diciembre, modificó la redacción del artículo 13 de la LMH, suprimiendo la necesidad de inscripción registral (aunque hablemos en sentido estricto de notas marginales) que preveía la normativa anterior. Esta supresión ha sido criticada por diversos autores, entre otros GARCÍA GARCÍA, que señala que: «Podría incluso producirse en la práctica situaciones de afectación de hipotecas a los bonos inexistentes, lo que supone volver a un sistema de clandestinidad e inseguridad jurídica... Corriendo el riesgo de emitir bonos sin garantía registral alguna». En comentarios al artículo 13 del LMH, *Código de legislación inmobiliaria, hipotecaria y del Registro Mercantil*, Tomo II, 6.ª ed., Ed. Civitas.

Nos encontramos, por tanto, que a diferencia de las cédulas y bonos hipotecarios, con las participaciones sí que se produce una cesión pura (12) del crédito o préstamo hipotecario. Ello con la consecuente transmisión del riesgo (13), de todo, o de la parte del crédito o préstamo participado.

Cabe señalar, sin perjuicio de que luego volveremos sobre este punto, que esta transmisión del riesgo no supone que el emisor salga del todo de la cadena de refinanciación. La entidad seguirá respondiendo ante los partícipes del total pago de la participación, incluso si se produce una amortización anticipada, de conformidad con el artículo 33 del RMH, ya que la entidad emisora permanece como gestor del crédito participado. Solo quedará totalmente liberada de esta responsabilidad en el caso de falta de pago por el deudor. Esta particularidad habrá que tenerla en cuenta a los efectos de valorar la solución adoptada para el problema que nos ocupa.

Sin embargo no se lleva a cabo con las participaciones hipotecarias una verdadera titulización en términos equivalentes a los sistemas anglosajones. Para ello es necesario que se trate de emisiones en masa de valores homogéneos, mediante las que se amplíe aún más el espectro de adquirentes de los mismos, y que al producirse esa dispersión del riesgo, se abaraten los costes de los créditos y préstamos hipotecarios. En el caso de las participaciones hipotecarias, la limitación que supuso el artículo 26.2 RMH (aun después de la reforma por RD 716/2009) al señalar que «en todo caso, cada valor se referirá a una participación en un determinado préstamo o crédito hipotecario», excluye la posibilidad de que se refiera el título o valor a «varios» créditos como sí que reconoce el artículo 15 de la Ley. Esta limitación impidió en la práctica que se pudieran emitir de manera masiva participaciones hipotecarias homogéneas y estandarizadas de un grupo de créditos hipotecarios. En definitiva, no era posible la titulización.

(12) En la redacción original de la Ley del Mercado Hipotecario no quedó claro si las participaciones suponían o no una verdadera cesión de la porción correspondiente del préstamo o crédito participado, si bien ello ha quedado claro en la propia Ley al añadir al artículo 15 de la Ley 19/1992 la mención de que en caso de concurso de la entidad emisora de la participación el titular goza de un derecho absoluto de separación del crédito en la porción participada. También resulta claramente el carácter de cesión del crédito en la redacción del RMH de 2009.

(13) También en cuanto si suponían o no una transmisión del riesgo del crédito o préstamo participado hubo en un primer momento problemas, puesto que a pesar de la literalidad de los artículos 15.6 LMH y del original 62.3 RMH de 1982, el Banco de España negaba la posibilidad de extraer del balance de la entidad los saldos de las participaciones hipotecarias emitidas. Posición esta que cambió con la Circular 4/1991, que se adelantó a la reforma del RMH de 1991 y a la Ley 19/1992. Hoy también queda claramente expuesto en el artículo 26.4 RMH de 2009.

3. LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

Esta posibilidad de emisión masiva de títulos homogéneos, la brindó la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre «Régimen de Sociedades, Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria», que viene a proporcionar los instrumentos necesarios para ello que no son otros que la creación de los denominados Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH). Estos Fondos, de acuerdo con el artículo quinto de la Ley 19/1992, son patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que, sin perjuicio de lo dispuesto en el número siete, estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen, y en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y en condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo.

Son agrupaciones de participaciones hipotecarias las cuales, además de corresponder a préstamos que reúnan los requisitos establecidos en la Sección II de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, deberán tener un vencimiento igual al de los préstamos participados (art. 5.4).

Los valores emitidos con cargo a los Fondos podrán diferir en cuanto a tipo de interés (que podrá ser fijo o variable), plazo y forma de amortización, régimen de amortización anticipada en caso que se produzca la de las participaciones hipotecarias, derecho de prelación en el cobro u otras ventajas especiales en caso de impago de las participaciones hipotecarias o cualesquiera otras características (art. 5.6). Estos valores, que va a emitir el Fondo, no tenían una denominación especial en un primer momento, si bien en la Exposición de Motivos del Real Decreto 926/1998 los denominará «bonos de titulización hipotecaria». Cabe destacar que los FTH tendrán carácter cerrado, lo que significa que a partir del momento de su constitución, no se puede modificar ni el activo ni el pasivo del Fondo, sin perjuicio de la posible sustitución de las participaciones hipotecarias únicamente en los supuestos previstos legalmente.

Los valores —bonos— que se emitan con cargo a cada Fondo deberán ser evaluados por una agencia de calificación crediticia y dicha calificación deberá constar en el folleto de emisión (art. 5.8) (14).

La administración y representación legal de los Fondos corresponderá a las Sociedades Gestoras que los hubieran creado. La constitución de cada Fondo se formalizará en escritura pública (art. 5.2) que deberá ser objeto de verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y ni los Fondos ni los valores que se emitan con cargo a ellos serán objeto de inscripción en el Registro Mercantil (art. 5.3). Las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización

(14) Redacción según la reciente Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE), núm. 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

Hipotecaria (art. 6) podrán tener a su cargo la administración y representación legal de uno o más Fondos y 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.

La existencia de estas Sociedades Gestoras de Fondos es de gran importancia para comprender el fenómeno de la titulización y las cuestiones que de ella se derivarán. De tal modo, al carecer este tipo de Fondos de personalidad jurídica, serán estas sociedades gestoras las que otorgan la escritura de constitución del propio Fondo y gestionan el proceso de transformación financiera que implica la titulización. Estas sociedades deberán inscribirse en el Registro Mercantil en su calidad de sociedad anónima (art. 20 del RDL 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital).

4. LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Por lo que respecta a los Fondos de Titulización de Activos (FTA), fueron creados, a imagen de los Fondos de Titulización Hipotecaria, por el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras.

Aprovechando el éxito y la acogida que habían tenido en la práctica bancaria los Fondos de Titulización Hipotecaria, el Gobierno, con el objetivo siempre de facilitar y abaratar el crédito acordó, en primer lugar, la extensión del régimen previsto para la titulización hipotecaria a otros préstamos y derechos de crédito en el artículo 16 (15) del Real Decreto-ley 3/1993, de 26 de febrero, sobre «medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo». En este mismo sentido se pronunciaba la Disposición Adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (16). Con estas habilitaciones y antes de la regulación reglamentaria,

(15) Este artículo 16 establece bajo la rúbrica de «Titulización de préstamos y otros derechos de crédito» que: «El Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, podrá extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias en los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Hipotecaria, con las adaptaciones que resulten precisas, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados, en general, con las actividades de las pequeñas y medianas empresas».

(16) El número segundo de esta DA 5.^a establece: «2. El Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, podrá extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias en los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre los Fondos de Titulización Hipotecaria, con las adaptaciones y cambios

que llegaría unos años más tarde, para financiar los resultados de la moratoria nuclear, se promulgó la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional. La Disposición Adicional octava de esta ley reguló como una modalidad específica de los Fondos de Titulización de Activos, los denominados «Fondos de Titulización de la Moratoria Nuclear».

Con todos estos antecedentes se produce ya el desarrollo reglamentario por el Gobierno en esta materia que dio lugar al Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de los Fondos de Titulización.

Esta regulación sigue el esquema fiduciario de patrimonios sin personalidad jurídica de los Fondos de Titulización Hipotecaria de la Ley 19/1992, a cuya regulación se remite para todo aquello que no esté expresamente contemplado en el propio Real Decreto (art. 1.2). Se van a caracterizar estos Fondos, en cuanto al activo por la posibilidad de integrar activos financieros y otros derechos de crédito, admitiendo tanto la cesión de créditos presentes como la de futuros. En cuanto al pasivo, se establece como regla general la financiación mediante valores de renta fija. No obstante se admite, para facilitar la viabilidad financiera de ciertas estructuras, la financiación vía préstamos concedidos por entidades de crédito. De igual modo, y como instrumento que refuerza la solvencia y el equilibrio patrimonial de la entidad, se regula un tipo específico de pasivo como son las denominadas *aportaciones* de inversores institucionales que se caracterizan por corresponderles el remanente que, en su caso, puede quedar con ocasión de la liquidación del Fondo. Asimismo se prevé que los valores que emitan sean objeto de negociación en un mercado secundario organizado salvo que se dirija exclusivamente a inversores institucionales (arts. 2 y 10). Los activos deben tener carácter homogéneo y su cesión al Fondo debe ser plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento. Los Fondos de Titulización de Activos pueden ser abiertos o cerrados, siendo cerrados aquellos Fondos en los que, a partir del momento de su constitución, no se modifique ni su activo ni su pasivo (art. 3). Y abiertos aquellos cuyo activo, pasivo, o ambos, puedan modificarse después de la constitución del

que resulten precisos, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

Los Fondos que se autoricen, al amparo de la normativa que se dicte, se denominarán Fondos de Titulización de Activos (FTA). Por su parte, el número cinco de esta misma Disposición se referirá al régimen de las sociedades gestoras y establece: «5. Reglamentariamente se regulará el régimen jurídico de las Sociedades Gestoras de los Fondos de Titulización, quienes podrán asumir tanto la administración y representación legal de los Fondos de Titulización Hipotecaria previstos en la Ley 19/1992, de 7 de julio, como la de los Fondos de Titulización de Activos. Las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria, actualmente existentes, podrán transformarse en Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización en los plazos y con cumplimiento de las condiciones que se determinen reglamentariamente».

Fondo en algunas de las formas previstas (art. 4). Tenemos por tanto que los FTA son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, integrados, en cuanto a su activo, por los activos financieros y otros derechos que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por los valores de renta fija que emitan y, en su caso, por préstamos concedidos por entidades de crédito.

Se exige también la necesidad de que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo sea objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Pudiendo, cuando se trate de emisiones de carácter principal no subordinado, hacer depender la verificación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de una determinada calificación de riesgo [art. 3.3.b)].

Se regula además lo relativo a la escritura de constitución (art. 6), el folleto informativo (art. 7), y las causas de extinción (art. 11).

El resto de la normativa se va a dedicar a las Sociedades Gestoras de los Fondos de Titulización, regulando de manera unitaria estas, ya se trate de titulización hipotecaria (17) o de titulización de activos. Asimismo tendrán por objeto exclusivo la constitución, administración y representación legal, tanto de los Fondos de Titulización de Activos como de los Fondos de Titulización Hipotecaria y 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 y de los restantes acreedores ordinarios de los mismos (art. 12 del RD 926/1998).

Posteriormente la Ley 44/2002, de 22 de diciembre, de «Medidas de Reforma del Sistema Financiero», señaló en su Exposición de Motivos que en el Capítulo III se contemplaban una serie de medidas para mejorar las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES), las cuales debían recurrir a la garantía hipotecaria para obtener financiación bancaria. Por ello esta ley, para incentivar la concesión de préstamos y créditos con garantía hipotecaria, permitió a las entidades de crédito aumentar la proporción de carteras hipotecarias que pueden ceder a los Fondos de Titulización de Activos a través de la figura de la participación hipotecaria. De este modo, el artículo 18 de esta ley señala que *«las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulización de activos podrán corresponder a préstamos y créditos que no reúnan los requisitos establecidos en la sección segunda de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario. Estas participaciones se emitirán y comercializarán con la denominación de “certificados de transmisión de hipoteca”»*.

(17) Estas Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización vinieron a sustituir a las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria que se regulaban en la Ley 19/1992, previendo el propio Real Decreto 926/1998, en su Disposición Transitoria un plazo de dos años para la conversión voluntaria de aquellas que ya existían.

Esta última incorporación al activo posible de los FTA es de gran importancia, puesto que nos encontramos con cesiones mediante valores mobiliarios de un tipo de préstamo o crédito de baja calidad, ya que no reúnen los requisitos de la sección segunda de la Ley del Mercado Hipotecario. De hecho, para evitar en cualquier caso la confusión de estos Certificados de Transmisión de Hipoteca (CTH), con las participaciones hipotecarias, la Disposición Adicional primera del Real Decreto 716/2009, que desarrolla la LMH, aclara el régimen aplicable a estos CTHs, configurándolos como una cesión del crédito o préstamo al igual que las participaciones hipotecarias, pero que no entran en la definición estricta de dicho título del mercado hipotecario, ya que no tienen garantizada una calidad mínima, y que se le aplicarán las normas de las participaciones hipotecarias salvo las especialidades de esta Disposición Adicional. En resumen, gozan prácticamente del mismo régimen de las participaciones, pero con muchas menos garantías. Todo ello con la finalidad de potenciar la concesión de préstamos y créditos.

Como señala VALLE MUÑOZ (18), deberían distinguirse claramente entre estos certificados y las auténticas participaciones hipotecarias, tanto por la diferente calidad de los créditos susceptibles de ser participados, como por el tipo de fondo que podrá titularlas. Así, en cuanto a la diferente calidad de los créditos, los certificados de transmisión de hipotecas, al no tener que reunir los requisitos de la LMH, podrán ser valores que transmitan en todo o en parte créditos o préstamos garantizados por segunda hipoteca, o cuya garantía recaiga sobre inmuebles no tasados de manera objetiva. Ser créditos o préstamos que rebasan los porcentajes legales máximos entre crédito y valor de tasación del bien, o que se refiera a hipotecas sobre derechos excluidos de la LMH por no tener un valor suficientemente estable y duradero como el usufructo o los derechos de aguas.

Y también habrá que diferenciar los CTH de las auténticas participaciones hipotecarias en que los Fondos de Titulización Hipotecaria únicamente pueden tener en su activo a estas últimas —la propia ley los definía como agrupaciones de participaciones hipotecarias—, mientras que los Fondos de Titulización de Activos pueden tener en su activo los CTH. Además, no habría inconveniente para que también lo integraran participaciones hipotecarias en un sentido estricto sin perjuicio de otros cualesquiera derechos de crédito (19).

(18) VALLE MUÑOZ, José Luis, «Notas acerca de la inscripción a favor de Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos de Titulización de Activos», en *Boletín del Servicio de Estudios Registrales del Decanato Autonómico de Catalunya*, núm. 146, enero-febrero de 2010, págs. 110-120.

(19) El Real Decreto 926/1998 en su artículo primero habla en general de «activos financieros y otros derechos». Las posibilidades son muy amplias y según el tipo de activo titulado se podría distinguir: titulización de préstamos (*Collateralized Debt Obligations/Collateralized Loan Obligations*), titulización de derechos de cobro sobre el Estado (*ABS State*), titulización de derechos de tarjetas de crédito (*ABS Credit Cards*), titulización de préstamos para automóviles (*Auto Loan-Backed Securities*) y titulización de *leasing* (*ABS Leasing*) entre otros. Como curiosidad entre los distintos activos que podrían titularse podemos recordar

5. ESQUEMA COMÚN DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN

A modo de esquema en el funcionamiento de ambos tipos de Fondos de Titulización podemos distinguir en la cadena de refinanciación los siguientes actores básicos:

Entidad originadora o cedente: En principio podía ser cualquier persona física o jurídica con derechos de cobro o flujos de caja previsibles, pero que en España en todo caso para los FTH, y prácticamente en todos los supuestos de los FTA serán entidades financieras de las reguladas en el artículo segundo de la Ley del Mercado Hipotecario (20).

Estas entidades cedentes con la titulización consiguen un doble objetivo: por un lado obtener liquidez y, por otro, transferir riesgos financieros, de crédito y de mercado.

Fondo de Titulización o vehículo: Se trata de la entidad jurídica que hace posible la transformación de los activos en títulos negociables. Este vehículo tiene la función de constituir un patrimonio separado del cedente que va a permanecer al margen de los riesgos generados por la entidad originadora.

Sociedad Gestora: Como ya hemos señalado antes, al carecer el Fondo de personalidad jurídica es necesaria la existencia de un administrador o persona jurídica con capacidad legal para actuar en su nombre, que son las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización.

Inversores: Dado el elevado grado de especialización requerido en el uso de estos instrumentos, así como la dificultad de su seguimiento y valoración, los bonos emitidos en estas operaciones de titulización se encuentran fundamentalmente dirigidos a inversores institucionales. Hemos visto que en determinados supuestos de hecho serán los únicos que puedan adquirir estos bonos, si bien ello no impide que una vez adquiridos puedan, a su vez, ofertarlos a otros inversores particulares dentro de otros instrumentos o vehículos de inversión. La intervención de estos inversores o bonistas es de gran importancia puesto que

que el equipo de fútbol cántabro, Racing de Santander, cedió a su Fondo de Titulización las recaudaciones futuras que se iban a realizar en su campo en los años siguientes, lo que le permitió paliar su deuda y además hacer nuevos fichajes. En el extranjero lo mismo ocurrió con el Arsenal inglés, que le permitió construir su nuevo estadio, y DreamWorks, la productora cinematográfica de Steven Spielberg, titulizó la recaudación de sus películas para conseguir acometer su salida a bolsa.

(20) El citado Real Decreto 716/2009 (RMH) como novedad reconoce además de las entidades del artículo 2 de la LMH, que las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea puedan emitir participaciones hipotecarias que tengan por objeto préstamos y créditos obtenidos por ellas, garantizados por hipotecas sobre inmuebles situados en España. De acuerdo con lo señalado antes de acuerdo con la Disposición Adicional 1.ª de este Real Decreto, deberá entenderse hecha esta previsión también para los CTH con las mismas condiciones.

la finalidad última de estas operaciones es la dispersión del riesgo crediticio y la de obtener financiación a un precio razonable.

Agencias de calificación o *rating*: La intervención de estas agencias es de gran importancia, puesto que nuestra legislación exige como requisito previo que conste la calificación en el folleto de emisión y en toda la publicidad del Fondo. Llevando a cabo una evaluación profesional, externa e independiente del riesgo implícito a estos valores puede el potencial inversor compararlo con otro tipo de emisiones o productos financieros en general.

Una vez vista la situación jurídica de los FTH y FTA ha de conectarse con la posibilidad de que sean titulares registrales.

III. INSCRIPCIÓN DE INMUEBLES A FAVOR DE FTH Y FTA EN EL REGISTRO DE LA PROPIEDAD

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La posibilidad de inscripción de bienes inmuebles a favor de los FTH y FTA no se había planteado con anterioridad. De hecho la tendencia en la titulización en general era evitar a toda costa la constancia en el Registro de la Propiedad de las transmisiones de las participaciones hipotecarias. Algo comprensible en un ámbito en el que la celeridad en las transacciones se impone, aún a costa de una merma en la seguridad jurídica (21).

Por ello, llama la atención el hecho de que se haya solicitado, en estos últimos años, la inscripción de bienes inmuebles a favor de este tipo de Fondos en el Registro de la Propiedad. Ahora, cuando han pasado casi veinte años desde la publicación de la Ley 19/1992, que creó los FTH, y catorce años desde que se crearon los FTA por el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo. El problema comienza a plantearse en numerosos registros de toda España a comienzos del año 2009, cuando se solicita la inscripción a favor de Fondos de Titulización, Hipotecaria o de Activos, de bienes inmuebles que previamente una entidad de crédito había adquirido mediante una dación en pago de deuda (derivada de un préstamo o crédito hipotecario), o bien mediante la cesión del remate de acuerdo con el artículo 647.3 de la LEC al propio Fondo por parte de la entidad de crédito ejecutante en un procedimiento de ejecución hipotecaria de bienes hipotecados.

Antes de explicar cuál fue la posición mayoritaria de los registradores ante este tipo de operaciones y la pretensión de inscribirlas, cabría aclarar porqué

(21) Téngase en cuenta la reforma por Ley 41/2007, en el sentido de reducir la constancia que se hacía por nota al margen de las hipotecas afectas a las emisiones de bonos hipotecarios (vid. nota núm. 9).

se produce la aparición de estos supuestos en la práctica jurídica y económica de nuestro país.

Estos supuestos son una manifestación más de la crisis económica y financiera que azota nuestra economía y la de todo el mundo desde hace unos años. En nuestro país a la crisis financiera global se le ha de añadir una crisis inmobiliaria que ya existía y que se acentuó con la crisis económica. La crisis financiera comenzó con la «contaminación» de los instrumentos de inversión de todo el mundo mediante activos denominados «tóxicos», con un alto riesgo de impago, entre ellos de las denominadas hipotecas *subprime*. La posterior quiebra de entidades financieras como *Lehman Brothers*, entidades aseguradoras como AIG y de las dos mayores entidades hipotecarias estadounidenses *Fannie Mae* y *Freddie Mac* fueron consecuencia de aquella contaminación y el detonante del pánico inversor que nos ha acompañado los últimos años.

La crisis económica en España se vio agravada por la existencia de la llamada «burbuja inmobiliaria» (22), un crecimiento exponencial del valor del suelo y de los activos y bienes inmobiliarios que no se veía respaldada por un crecimiento real de la economía. Esta situación venía apoyada por un descenso continuado de los tipos de interés, nominales y reales, y por el fácil acceso a la financiación internacional de nuestro sistema bancario. La explosión de esta burbuja, o al menos un cierto desinflado de la misma ya había comenzado antes de que estallara la crisis económica mundial si tomamos como fecha aproximada de esta el día de la quiebra de *Lehman Brothers*. Así ya en el año 2006 se comienza a producir una bajada generalizada, aunque aún es moderada, del precio de la vivienda, y se pone de manifiesto además un aumento del plazo normal de venta efectiva de un inmueble (23).

Dentro de la creación de la burbuja inmobiliaria tendrá gran importancia entender el sistema de tasaciones que se llevan a cabo por las entidades de crédito. En un momento de alegría en la concesión de créditos y préstamos, acentuado por los tan denostados *bonus* y la obtención de ventajas por objetivos, las entidades acudían a sistemas de concesión de préstamos según el valor del bien que se quería adquirir y que serviría de garantía, esto es, según el valor de tasación o *loan to value*, y no se tomó en cuenta en muchos casos los ingresos reales del deudor, *loan to incomes*, en una valoración correcta de los riesgos de

(22) CAMPOS ECHEVERRÍA, José Luis, *La burbuja inmobiliaria española*, Ed. Marcial Pons, 2008. El autor expone con claridad en esta obra el origen de la burbuja inmobiliaria señalando la existencia de dos burbujas interrelacionadas, la del precio de la vivienda y la del crédito.

(23) MATEO, Borja, en *La verdad sobre el mercado inmobiliario*, en sus páginas 116 y sigs., hace un certero análisis en el tiempo de la evolución del mercado inmobiliario y pone de manifiesto que ya desde el año 2004 se notaban ciertos síntomas de debilitación del mercado inmobiliario, tras la constante subida de precios que habían experimentado en los años anteriores este tipo de activos.

la operación. Se partía de que los precios de los activos inmobiliarios siempre crecerían, que es lo que había ocurrido hasta entonces, y que la situación laboral y económica del deudor no cambiaría.

La situación económica posterior vino a terminar con esas prácticas, produciéndose un auténtico cierre de la circulación del crédito, pero el mal ya estaba hecho. Con un índice de desempleo en constante crecimiento, el incremento de los tipos de interés, una bajada brusca del precio de los inmuebles y el escaso flujo de dinero al mercado, gran parte de los deudores hipotecarios se encuentran con que no pueden pagar sus hipotecas y el banco se ve obligado a acudir a la ejecución de las garantías para poder cobrar su crédito.

Ahora bien, aquí cabe también señalar otro dato de importancia para la cuestión que nos planteamos. El sistema de responsabilidad universal que resulta del artículo 1911 del Código Civil. Este artículo implica, junto con el artículo 105 de la LH en relación con la hipoteca, que el deudor va a responder de sus deudas con todos sus bienes presentes y futuros, no solo con el bien que se haya ofrecido en garantía (24). Esta materia es de gran actualidad por una sentencia de la Audiencia Provincial de Navarra, de 17 de diciembre de 2010, que negaba a la entidad de crédito ejecutante la posibilidad de reclamar la parte de deuda restante alegando que ya había cobrado, adjudicándose el bien inmueble en la subasta, aunque por el 50 por 100 de su valor. A raíz de esa sentencia se ha planteado una discusión acerca de la posibilidad de limitar la responsabilidad de la deuda en los supuestos en que exista garantía hipotecaria a dicho bien hipotecado sin que juegue en estos casos el artículo 1911 del Código Civil. Este sistema es el que rige en el ordenamiento de algunos de los Estados de Norteamérica, que no se caracterizan por ser los más evolucionados en la materia. Sin poder entrar a fondo en esta materia, únicamente señalar que la asunción de un sistema de estas características no debería aplicarse retroactivamente por ir contra la necesaria seguridad jurídica (art. 9 CE). Además encarecería los préstamos al ver las entidades de crédito mermadas sus garantías y supondría una contracción aún mayor del flujo crediticio, como así lo han puesto de relieve los distintos expertos que han opinado en la materia (25). Distinto sería

(24) Esto salvo que se hubiera producido una concreción de responsabilidad a ese bien por acuerdo de ambas partes conforme al artículo 140 LH.

(25) El diario «El economista.es» en su edición de 30 de mayo de 2011, entre otros medios, se hizo eco de las declaraciones en tal sentido del Catedrático de Derecho Civil, Vicente Guilarte, que señaló que la implantación de la dación en pago con efectos retroactivos choca frontalmente con el principio de seguridad jurídica proclamado por nuestra Constitución.

En el mismo sentido la que fuera Ministra y Secretaria de Estado de Vivienda, Beatriz Corredor, declaró que legalizar la dación en pago perjudicaría a la mayoría de las familias, ya que la banca en estos casos no daría más de la mitad del valor de tasación y aumentaría los tipos de interés. Entre otros, en el diario «El Mundo» de 3 de marzo de 2011.

la sujeción de las entidades de crédito de manera voluntaria a este sistema y para casos muy concretos de insolvencia extrema (26).

En nuestro sistema, la existencia del principio de responsabilidad patrimonial universal ha dado lugar en la práctica a dos situaciones que los acreedores van a distinguir: si se trata de deudores que no pueden afrontar el pago de la cuota hipotecaria, pero que tienen otros ingresos o bienes suficientes, o, si se trata de deudores hipotecarios que no pueden pagar, pero que además se encuentran en situación de desempleo y desarraigo, que sería el caso de numerosos inmigrantes en nuestro país. A los primeros, las entidades de crédito les exigirán el importe de la deuda y acudirán al procedimiento de ejecución judicial de las garantías hipotecarias para resarcirse, y si no es posible hacerlo en la totalidad del crédito, en virtud de la responsabilidad universal embargarán otros bienes para cobrar la totalidad de lo adeudado. Con el segundo grupo que hemos distinguido no se ha procedido así de manera general. En estos casos, ante la dificultad de terminar cobrando el total del crédito o préstamo, se ha acudido a la dación en pago de deudas, dando por extinguida la deuda con la cesión que del bien inmueble hace el deudor a la entidad de crédito valorándose dicho inmueble por el importe de la deuda pendiente.

En algunos de estos supuestos, tanto de ejecución judicial como dación en pago, nos encontramos con que las hipotecas que garantizaban esos préstamos o créditos habían sido objeto de titulización:

- a) Si la titulización se llevó a cabo mediante participaciones hipotecarias, a través de un FTH o FTA a que se hubieran incorporado.
- b) Si los préstamos o créditos no reunían los requisitos necesarios para ello, mediante la figura ya vista de los Certificados de Transmisión de Hipoteca, que se incorporarían a un FTA.

Aparecen así los dos casos a que hemos hecho antes referencia. Supuestos en que se solicita la inscripción a favor de un FTA o FTH del inmueble que se ha cedido en pago de deuda a la entidad de crédito. O bien, supuestos de cesión del remate por la entidad al Fondo en los procedimientos de ejecución judicial. En ambos casos, para solicitar la inscripción en el Registro, se argumentaba como título de adquisición por parte del Fondo, que con anterioridad las hipotecas que garantizaban las deudas y gravaban los inmuebles ya habían

(26) En el momento de publicación de este trabajo se ha producido una nueva regulación en esta materia mediante el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, que prevé una serie de medidas como la dación en pago o una quita de la deuda, etc., para determinados deudores que se encuentren situados en lo que se denomina como umbral de exclusión, y para aquellas entidades financieras que se hayan acogido al Código de Buenas Prácticas que se publica como anexo del Real Decreto-ley.

sido cedidas al Fondo dentro del procedimiento de titulización y por tanto el bien inmueble que ahora se adjudicaba (o cedía) al banco (entidad cedente), no debía ser del mismo sino inscribirse a favor del Fondo (cesionario).

2. POSICIÓN INICIAL DE LOS REGISTRADORES DE LA PROPIEDAD. DEFECTOS SEÑALADOS

Los registradores se encontraron, por tanto, con procedimientos ejecutivos y de resarcimiento de deudas en los que se alegaba que el titular final del préstamo, tras la cesión por el acreedor en un proceso de titulización, era un Fondo de Titulización. Solicitándose la inscripción del dominio de bienes inmuebles a favor del propio Fondo.

En ambos casos, dación en pago y cesión del remate en ejecución hipotecaria, se calificaron (27) (28) los títulos con los mismos defectos impeditivos de la inscripción, ya que eran aplicables a ambos supuestos. Por tanto vamos a exponer ahora los defectos de una manera conjunta.

A) *Falta de personalidad jurídica*

Ya hemos visto que una de las características fundamentales de este tipo de Fondos es su carencia de personalidad jurídica, constituyen un patrimonio separado sin personalidad, lo que implica, entre otras consecuencias, que deban actuar representados por las Sociedades Gestoras.

Este constituía el primero de los defectos que impedía la inscripción del inmueble a favor de estos Fondos, puesto que, por un lado, el artículo 9.4.º de la LH exige que se hará constar en toda inscripción que se haga en el registro, «la persona natural o jurídica a cuyo favor se haga la inscripción», que es desarrollado por el artículo 51.9.ª del RH. Además el artículo 11 del propio RH establece que: «No serán inscribibles los bienes inmuebles y derechos reales a favor de entidades sin personalidad jurídica».

(27) Cuando hablamos de calificación y defectos que impedían la inscripción de estos títulos hay que tener en cuenta, en todo caso, el principio de independencia en la calificación del registrador (arts. 18 y 19 bis de la LH y sentencia de la AP de Granada, de 17 de noviembre de 2006). De modo que los señalados aquí son efectivamente defectos que en el ejercicio de la práctica profesional se pusieron a los documentos de este tipo que se presentaron en los distintos registros y que numerosos registradores calificamos en este sentido. Pero en ningún caso se puede interpretar como una actuación unánime de calificación.

(28) Sobre calificación, en general, véase, GÓMEZ GÁLLIGO, Francisco Javier, *La calificación registral (Estudio de las principales aportaciones doctrinales sobre la calificación registral)*, Ed. Thomson Civitas, 2.ª ed., 2008.

Se trata este de un defecto claro que impide la inscripción de bienes inmuebles a favor de este tipo de Fondos (29), teniendo en cuenta tanto la normativa reguladora de los mismos, que señalan su falta de personalidad jurídica, como las normas citadas de la legislación hipotecaria. Sin embargo consideramos que no se encontraba aquí el mayor obstáculo. De hecho, si fuera el único, la solución a estos supuestos podría haber venido a través de una Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado (DGRN), sin necesidad de una nueva norma jurídica.

Decimos esto porque existen en nuestro ordenamiento otros supuestos de inscripción en el Registro de Bienes Inmuebles o derechos reales a favor de entes sin personalidad jurídica que han sido admitidos por Resolución de la propia DGRN. De hecho, el mismo artículo 11 del RH permitía, en la redacción original de 1998, la inscripción a favor de algunas de esas entidades y en concreto de los Fondos de Titulización (30). Sin embargo, la sentencia del Tribunal Supremo, de 31 de enero de 2001, anuló esta reforma del artículo 11 del RH en sus últimos cuatro números aunque, no por una razón de carácter objetivo sino de carácter formal, de jerarquía normativa: era necesaria una norma de rango legal.

(29) MATEO Y VILLA, Íñigo, planteaba la posibilidad de que la inscripción se realizara a favor de las Sociedades Gestoras que al ser sociedades anónimas sí que gozaban de personalidad jurídica y que estos supuestos supondrían una figura similar a la fiducia *cum amico* o transmisión dominical por razón de gestión o administración. «De la fiducia gestión», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 704, 2007, págs. 2585-2677. Sin embargo, esta posibilidad no es la perseguida por las operaciones que estudiamos y excede de la función propia de estas sociedades gestoras. Por lo que era rechazada por los propios presentantes.

(30) La redacción original del artículo 11 por el Real Decreto 1867/1998, de 4 de septiembre, establecía:

«No serán inscribibles los bienes inmuebles y derechos reales a favor de entidades sin personalidad jurídica.

Los bienes inmuebles y derechos reales de las uniones temporales de empresas serán inscribibles en el Registro de la Propiedad siempre que se acredite, conforme al artículo 3 de la Ley Hipotecaria, la composición de las mismas y el régimen de administración y disposición sobre tales bienes, practicándose la inscripción a favor de los socios o miembros que las integran con sujeción al régimen de administración y disposición antes referido.

Podrán inscribirse cesiones y adjudicaciones de bienes inmuebles y derechos reales a favor de las comisiones de acreedores, sin necesidad de expresar su composición, acordadas en convenios que pongan fin a suspensiones de pagos, concursos o quiebras, identificándose en el asiento el auto judicial de homologación del convenio. Tales inscripciones no serán oponibles a los acreedores que acrediten haber ejercitado su derecho de abstención mediante certificación judicial.

Serán susceptibles de inscripción los bienes inmuebles y derechos reales pertenecientes a fondos, sean fondos de pensiones, de inversión interior o exterior, de titulización hipotecaria, o de titulización de activos. El acta de inscripción se practicará a favor de dichos fondos como bienes del patrimonio de los mismos.

También podrán practicarse anotaciones preventivas de demanda y embargo a favor de las comunidades de propietarios en régimen de propiedad horizontal».

Esta anulación, como señala GARCÍA GARCÍA (31), implica que al tener por causa que esta materia no podía regularse por reglamento (no el que fuera en sí inadecuada), puede mantenerse la doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado existente con anterioridad a la regulación anulada, con relación a la inscripción a favor de entidades sin personalidad jurídica. Así, el párrafo segundo, que se refería a las uniones temporales de empresas, siendo de aplicación a las mismas la Resolución de 25 de marzo de 1993, el párrafo 3.º, a las comisiones de acreedores a las que es aplicable la Resolución de 28 de enero de 1987 y también las Resoluciones de 30 de enero de 2003 y 20 de septiembre de 2005. Por su parte, el párrafo 5.º anulado del artículo 11, se refería a las anotaciones de demanda y embargo a favor de las comunidades de propietarios en régimen de propiedad horizontal, lo que es posible hoy de acuerdo con la doctrina del Centro Directivo establecida, entre otras, en la Resolución de 19 de febrero de 1993. En todos estos casos y teniendo en cuenta las Resoluciones mencionadas, se había admitido que fueran titulares registrales a pesar de carecer de personalidad jurídica.

El párrafo 4.º, por su parte, es el que se refería a la inscripción a favor *de los fondos de pensiones, fondos de inversión y titulización hipotecaria o titulización de activos*, respecto de los que señala GARCÍA GARCÍA, que habrá que estar a lo que resulte de su regulación legal, en concreto a los bienes que pueden integrar sus respectivos patrimonios. Así en cuanto a los Fondos de Pensiones, el artículo 72.e) del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, lo permitiría, puesto que prevé la inversión en bienes inmuebles, créditos hipotecarios y derechos reales inmobiliarios de los Fondos de Pensiones. Los Fondos de Inversión Inmobiliaria, de acuerdo con su propia naturaleza, pueden tener inscritos a su nombre los bienes inmuebles que le pertenecen, como así resulta del artículo 38.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

En este mismo sentido, cabe recordar que, el propio TS en la sentencia de 31 de enero de 2001, no niega de manera absoluta las inscripciones a favor de los Fondos, lo que censura es la equiparación de todos los Fondos, igualando los que tienen respaldo legal que den cobertura reglamentaria a la reforma del artículo 11 del RH, a los que carecen de tal cobertura.

Pero entonces, ¿qué sucede con los FTH y los FTA a los que expresamente se refería el artículo 11 RH? ¿Qué se podría inscribir entonces a favor de los FTH y FTA? Al calificar debíamos distinguir el bien o derecho que se pretendiera inscribir, conectándolo con la propia naturaleza del Fondo y por tanto con los bienes o derechos que podían ser susceptibles de integrar su patrimonio. De modo que el sentido del artículo 11 del Reglamento sería

(31) GARCÍA GARCÍA, José Manuel, *Comentarios al artículo 11 RH. «Código de legislación inmobiliaria, hipotecaria y del Registro Mercantil»*, 6.ª ed., Ed. Civitas.

que estos Fondos podrían ser titulares registrales solo de bienes que pudieran integrar su patrimonio.

Con la antigua redacción del artículo 11, no habría inconveniente en inscribir la emisión de participaciones hipotecarias —en cuanto constituyen cesión de un préstamo o crédito— a favor de un FTH, o de certificados de transmisión de hipotecas o cesiones de créditos o préstamos hipotecarios a favor de un FTA, dado que la agrupación de este tipo de valores o derechos constituye el objeto de estos Fondos. En el caso de las participaciones hipotecarias y de los certificados de transmisión de hipoteca esta posibilidad existe aunque es improbable. Y es improbable porque hay que distinguir dentro de su régimen jurídico dos supuestos en orden a que se haga constar o no la emisión en el Registro de la Propiedad. Existen dos clases de participaciones hipotecarias en orden a su emisión, las limitadas en su suscripción y tenencia a inversores institucionales o profesionales, entre los que se encuentran los FTH (32), y las llamadas «ilimitadas», que pueden ser negociadas por cualquier inversor por el público en general. Solo respecto de estas últimas será necesaria la constancia de la emisión de la participación (también por asimilación en el caso de los certificados de transmisión de hipoteca) al margen de la hipoteca a que se refiera. Constancia

(32) En cuanto a lo que debe entenderse por inversores institucionales o profesionales, el artículo 78 bis de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, señala que: «2. Tendrán la consideración de clientes profesionales aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos. 3. En particular tendrá (*sic*) la consideración de cliente profesional: Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea. Se incluirán entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales. Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar. Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones: que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros. Los inversores institucionales que, no incluidos en la letra a tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros. Quedarán incluidas en este apartado, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Las entidades señaladas en los apartados anteriores se considerarán clientes profesionales sin perjuicio de que puedan solicitar un trato no profesional y de que las empresas de servicios de inversión puedan acordar concederles un nivel de protección más amplio. Los demás clientes que lo soliciten con carácter previo, y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas. (...) 4. Se considerarán clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales».

que se va a hacer mediante una nota marginal que será de las sucedáneas de una inscripción.

Es por ello que en el caso más frecuente de la suscripción y tenencia por inversores institucionales, es posible pero no probable, que se hiciera constar la emisión en el Registro. Porque no lo exige la normativa, por la dificultad que comporta el gran número de hipotecas a que se refieren y por la diversidad de registros a los que afectan.

Con la redacción de 1998, por tanto, se podían hacer inscripciones a favor de este tipo de fondos a pesar de la carencia de personalidad jurídica. Pero como decía el último inciso del artículo 11.4 del Reglamento Hipotecario: «El acta de inscripción se practicará a favor de dichos Fondos como parte del patrimonio de los mismos». Esto es, de bienes que pudiesen integrar su patrimonio.

Nos encontramos que la falta de personalidad jurídica es un defecto que impide la inscripción teniendo en cuenta la actual redacción del artículo 11 del RH. Pero entendemos que aunque dicho artículo conservara la redacción original de 1998, impediría también la inscripción de inmuebles a favor de los Fondos de Titulización por ser bienes que no pueden integrar su activo. Pasamos así al segundo de los defectos que se señalaron respecto de estos negocios jurídicos.

B) *La composición del patrimonio de los Fondos*

El segundo de los defectos que se señalaron a los títulos presentados es que el activo de estos Fondos solo podía estar integrado por derechos de crédito. Si se trata de FTH por participaciones hipotecarias, y si son FTA por estas y/o por otros activos y demás derechos de crédito. El artículo 5 de la Ley 19/1992 señala que los FTH «estarán integrados en cuanto a su activo por las participaciones hipotecarias que agrupen». El artículo 2 del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, también en cuanto al activo de los FTA habla exclusivamente de «derechos de crédito y otros activos financieros». En ningún caso se habla de la posibilidad de que su patrimonio, su activo, integre bienes inmuebles.

El artículo 5 de la Ley 19/1992 en su número 3.º añade: «otorgada la escritura de constitución del Fondo, no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan». Lo mismo sucede respecto a los FTA, los activos que integren en el futuro el patrimonio del Fondo también han de ser derechos de crédito y toda modificación del activo que no esté prevista en la escritura de constitución del Fondo no se podrá llevar a cabo cuando se trate de Fondos de carácter cerrado a imagen de los FTH. Como hemos ya señalado, es posible que estos Fondos se configuren como fondos abiertos (aquel cuyo activo, pasivo, o ambos, puedan modificarse después de la constitución del mismo). Para estos casos se prevén una serie de

garantías que se refieren fundamentalmente a la posibilidad de integrar derechos de crédito de duración diversa (33).

En ambos casos debería haberse previsto en la escritura de constitución del Fondo la posible modificación del activo en un caso tan importante como es que se modifique la naturaleza de los derechos que lo integran. O al menos entendemos que hubiera sido aconsejable una información a los bonistas de esa modificación del patrimonio del Fondo.

C) Otros posibles defectos

Dentro de la independencia de la calificación de los Registradores, en las numerosas notas de calificación que se pusieron a este tipo de documentos presentados, podemos destacar otros defectos.

Así, con relación a los principios hipotecarios de tracto sucesivo y legitimación (arts. 20 y 38 LH), se señaló que era necesario que se acreditara la cesión del crédito o préstamo hipotecario de la entidad de crédito al Fondo, ya que al no ser necesaria la constancia de tal cesión en el Registro, no se podía comprobar la afirmación de que el préstamo no pertenecía ya a la entidad de crédito sino al Fondo, como consecuencia de un procedimiento de titulización y que por eso, se le cedía la titularidad del inmueble en las daciones en pago de deuda, o se le cedía el derecho de remate en las adjudicaciones judiciales.

Derivado también de estos principios, otro defecto común que se señalaba era la imposibilidad de que la cancelación de la hipoteca la solicitara entidad o persona (Fondo o la Sociedad Gestora) distinta de la entidad de crédito que aparecía en el Registro como titular registral del derecho real de hipoteca y por tanto única legitimada para solicitar su cancelación (art. 82 LH).

Los defectos derivados de la aplicación del principio de especialidad, en tanto que deben estar perfectamente determinados los sujetos intervinientes, los derechos que se pretenden inscribir y la finca sobre la que recaen, también aparecerían en alguna de las notas de calificación redactadas. Por ejemplo, por no describir adecuadamente la finca sobre la que se realizan estas operaciones, o faltar la correspondiente identificación de los intervinientes en materia de representación, etc.

(33) El artículo 6.2 del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, es el que establece esas garantías: «La escritura pública de constitución de los fondos de activo renovable o ampliables deberá, además: Precisar la entidad o tipos de entidades cedentes de los activos que adquiera o vaya a adquirir el fondo, en el momento inicial o con posterioridad a su constitución. Especificar el límite temporal de vida del fondo y, en el caso de fondos ampliables, su importe máximo. Prever el mecanismo por el que quedarían salvaguardados los derechos de los inversores en caso de vicios ocultos, falsedades o negligencias que afecten a los activos adquiridos con posterioridad al momento de la constitución.

También relacionado con el principio de especialidad, el artículo 51.9.b) exige que cuando se trate de personas jurídicas conste la previa inscripción, en su caso, en el registro correspondiente. El artículo 383 del RH del mismo modo señala que: «no podrá practicarse inscripción alguna de bienes inmuebles o derechos reales a favor de una sociedad mercantil si no consta previamente haberse extendido la que corresponda en el Registro Mercantil». De acuerdo con ello deberán constar los datos de inscripción de la Sociedad Gestora que representa al Fondo en el Registro Mercantil al ser Sociedades Anónimas, y podíamos plantearnos si a pesar de carecer de personalidad jurídica, sería también necesaria que constase, en su caso, la inscripción del propio Fondo en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este mismo sentido, el artículo 5.4 del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, prevé que la inscripción de los FTA en el Registro Mercantil será potestativa, y que en todo caso deberán depositar sus cuentas anuales en el mismo.

La actuación de los registradores en esta materia por tanto, si bien no fue unitaria, sí fue bastante homogénea. Se partía del convencimiento de que estas operaciones por la que se pretendían ceder a estos Fondos bienes inmuebles, no cuadraban del todo con el funcionamiento y naturaleza normal de este tipo de instrumentos financieros. Era cierto que la situación económica había cambiado, pero no se podía pretender interpretar la normativa vigente de modo que le fuera favorable. Se jugaba en estos casos con los intereses de unos terceros que no tenían intervención en el negocio jurídico y que podían resultar perjudicados por el mismo como son los bonistas, los partícipes del fondo. Y además se pretendía hacer a través de una institución como es el Registro de la Propiedad, que tiene como una de sus principales finalidades la protección de esos terceros.

3. POSICIÓN Y ARGUMENTOS DE LOS PRESENTANTES

En diversos escritos, que las asesorías jurídicas de las entidades de crédito y de las Sociedades Gestoras presentaron, se intentaban superar a base de voluntarismo y de unas interpretaciones forzadas de las normas aplicables los defectos que se habían señalado en las notas de calificación (34).

(34) Estos escritos, redactados por las asesorías jurídicas de las Sociedades Gestoras y vinculadas a determinadas entidades de crédito, no implicaban propiamente un recurso gubernativo contra las notas de calificación, sino una serie de argumentaciones jurídicas destinadas a convencer al registrador de la oportunidad de la inscripción. A pesar de ser un documento de importancia en este trabajo, por su cuidada argumentación jurídica defendiendo la posición contraria a la que mantuvimos, razones de obligado secreto profesional impiden hacer mayores referencias de tales documentos. Lo mismo cabe decir de las distintas escrituras de constitución de los fondos.

Así, frente al defecto de la carencia de personalidad jurídica, se alegaba que el texto reglamentario ya recogió la posibilidad de que los Fondos fueran titulares registrales, y que la anulación de este precepto lo fue no por razones de fondo sino de forma, por falta de rango legal. En esta línea se señalaba que los Fondos, aunque según su normativa específica carecen de personalidad jurídica, hoy día cabría hablar de una cierta personalización, ya que se le reconocen unos derechos y se les exigen unas obligaciones. En este sentido, su configuración como obligados tributarios sería un claro ejemplo. Ya hemos destacado que a nuestro juicio no es la carencia de personalidad el principal defecto de estos títulos. Ya que, aun cuando estuviese en vigor la redacción de 1998 del artículo 11 del RH, habría también dudas de que un inmueble pudiese integrar el activo de este tipo de Fondos.

Se aludía, asimismo, a la necesaria coordinación entre la realidad registral y la extrarregistral. De modo que, para evitar que exista una realidad extrarregistral en la que los Fondos ya son titulares *de facto* de los bienes inmuebles, satisfacen los impuestos derivados de su adquisición y son titulares en el Catastro era necesario inscribir las titularidades en el Registro de la Propiedad. A lo que se podría contestar que, efectivamente, únicamente podían ser titulares *de facto* porque no había ninguna norma jurídica que le reconociese la posibilidad de serlo *de iure*.

Se abogaba también en estos escritos, por el reconocimiento de una «personalidad restringida» de aptitud para los actos que basten al cumplimiento del fin de la entidad, aunque lo cierto es, que esta «semi-personalidad jurídica» tan extraña a nuestro ordenamiento jurídico, únicamente podría venir mediante una norma jurídica que la regulara.

De igual modo se presentaron argumentos con relación a la imposibilidad de que integren en su patrimonio bienes inmuebles debido al carácter homogéneo de este tipo de Fondos. Se alegaba por los presentantes el que en la escritura de constitución del fondo se solía hacer una referencia genérica a esta posibilidad (35) en el marco de la cesión de los préstamos hipotecarios:

«Las participaciones hipotecarias/certificados de transmisión de hipoteca confieren al Fondo en cuanto titular de las mismas, los siguientes derechos en relación con cada uno de los préstamos hipotecarios: (...)

d) a percibir cualesquiera cantidades, inmuebles, bienes o derechos que sean percibidos en pago del principal, intereses o gastos de los préstamos hipotecarios, tanto por el precio del remate o importe determinado por resolución

(35) Posibilidad de, durante la vida del fondo, modificar el activo del mismo. Solo se puede si así lo prevé la propia escritura de constitución del Fondo y en cada caso concreto al calificar toda la documentación aportada, habría que ver si efectivamente se contenía tal previsión en la propia escritura de constitución.

judicial o procedimiento notarial en la ejecución de las garantías hipotecarias, como por la enajenación o explotación de los inmuebles adjudicados o, como consecuencia de las citadas ejecuciones, en la administración y posesión interina de los inmuebles objeto de ejecución».

En los casos en que se pudiera comprobar que aparecía esta previsión en la escritura de constitución, hay que tener en cuenta que se refiere a los supuestos de insolvencia del deudor declarada en un procedimiento de ejecución de hipoteca, ya se trate de ejecución judicial o extrajudicial, por lo que solo a estos casos de insolvencia declarada tras una ejecución, se podría aplicar esta previsión. Sobre ello volveremos más tarde.

Se argumentaba además que en algunos Registros de la Propiedad se habían practicado ya inscripciones de inmuebles a favor de estos Fondos. Frente a ello se debe recordar que el principio de independencia en la calificación del registrador abarca también la independencia ante calificaciones de otros registradores como señala, entre otras, la sentencia de la AP de Granada, de 17 de noviembre de 2006, y ante calificaciones anteriores del mismo registrador, como ha reconocido también la sentencia de la AP de Valladolid, de 18 de septiembre de 2007.

Se señaló, por último, en estas notas en defensa de la inscripción, el que la normativa administrativa en la materia ya se había hecho eco de la nueva situación jurídica en estos casos. Se citaba la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que en la norma 23.^a, apartado 10, en relación con el activo de los Fondos de Titulización, dice que la partida «Activos no corrientes mantenidos para la venta» incluirá el importe de los activos surgidos como consecuencia del proceso de adjudicación de activos en pago de deudas. Si bien matizaban señalando que la norma 29.^a, apartado 13.e), en relación con la memoria de las cuentas anuales de los Fondos de Titulización, en el detalle de cada uno de los activos no corrientes mantenidos para la venta, obliga a informar sobre el titular del activo adjudicado, diferenciando en su caso, si se ha registrado a nombre del administrador de los activos del Fondo —que bien podría ser la Sociedad Gestora o la entidad cedente— o del propio Fondo.

Si bien ya se ponía de manifiesto que la propia CNMV era consciente de que las directrices que establecía en esa circular y que incidían de plano en los supuestos que estudiamos, carecían del suficiente rango normativo necesario para poder modificar la negativa a inscribir bienes inmuebles a favor de este tipo de FTA y FTH, no solo por la falta de personalidad jurídica, sino por el fundamental defecto de que no pueden tener en su activo bienes inmuebles ni en general derechos reales, sino únicamente derechos de crédito.

Para ello se decía que la CNMV había solicitado que en la Ley de Economía Sostenible se modificara o bien la Ley 19/1992 o la Disposición Adicional quinta de la Ley 3/1994, para que declarara de forma expresa la susceptibilidad

de que los bienes inmuebles u otros activos resultantes de estos procesos como activos inscribibles a favor de los Fondos de Titulización en los respectivos registros.

Con esta previsión de futuro acababa el escrito presentado en muchos de los Registros ante la negativa a inscribir estas titularidades a favor de los Fondos de Titulización. Se defendía la posibilidad de inscripción a base, como hemos dicho, de voluntarismo y de ciertas interpretaciones forzadas, pero se concluía que, en definitiva, era necesaria una modificación de la normativa como es la que vino después, no en la Ley de Economía Sostenible sino en un Real Decreto-ley. A raíz del mismo, cambió por tanto el marco normativo de aplicación a estos supuestos. En esta segunda parte del trabajo pretendemos poner de manifiesto que la solución adoptada adolece de no pocos cabos sueltos, que puede dar lugar a problemas en el futuro por no haberse hecho una reforma en la totalidad de la regulación y que ello viene determinado por cambiar las normas a instancia de, en este caso, una parte con muchos intereses en juego como son las entidades financieras o de crédito.

IV. LA SOLUCIÓN LEGAL: EL ARTÍCULO 27 DEL REAL DECRETO-LEY 6/2010, DE 9 DE ABRIL

1. CONTENIDO DE LA MODIFICACIÓN

A comienzos del mes de abril de 2010, dentro del denominado Pacto de Zurbano, se tomaron una serie de medidas de muy diversa naturaleza que el propio gobierno calificó de anti-crisis y que fueron consensuadas por el ejecutivo y diferentes grupos parlamentarios. Estas medidas tenían como objetivo el impulso de la actividad económica en diferentes sectores y requerían una norma con rango legal. El nombre del pacto procede del palacio donde fueron negociadas.

Los acuerdos adoptados se concretaron en el Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo. Fue publicado en el Boletín Oficial del Estado (BOE) del día 13 de abril y convalidado por el Congreso el 20 de abril, publicándose dicha convalidación en el BOE de 24 de abril.

Como hemos dicho, las medidas que en el mismo se abordaron fueron de muy diferente naturaleza y tenían en común el servir de impulso a la recuperación económica en un contexto de crisis económica. Así se introdujeron diversas modificaciones en materias como la construcción (capítulo I), el sector empresarial (capítulo II), pequeñas y medianas empresas (capítulo III), protección de los ciudadanos más vulnerables (capítulo IV), el sector energético (capítulo V) y reformas del marco regulador del sector financiero (capítulo VI).

Dentro de este capítulo VI se introdujo un último artículo, el 27, que lleva como rúbrica: *Consideración de los fondos de titulización como titulares registrales* que establece:

Se añade un nuevo párrafo al apartado 2 de la Disposición Adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la Legislación española en materia de Entidades de Crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al Sistema Financiero, con la siguiente redacción:

«Los Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos de Titulización de Activos podrán ser titulares de cualesquiera otras cantidades, inmuebles, bienes, valores o derechos que sean percibidos en pago de principal, intereses o gastos de las participaciones hipotecarias, certificados de transmisión de hipoteca, activos financieros u otros derechos de crédito que se hubieren agrupado en su activo, por resolución de cualquier procedimiento judicial o extrajudicial iniciado para el cobro de tales derechos de crédito; en particular y sin ánimo limitativo, por producto del remate de procedimientos de ejecución de garantías hipotecarias o no hipotecarias, por la enajenación o explotación de los inmuebles o bienes o valores adjudicados o dados en pago o, como consecuencia de las citadas ejecuciones, en administración y posesión interina de los inmuebles, bienes o valores en proceso de ejecución. *La inscripción de los bienes inmuebles pertenecientes a los Fondos de Titulización en el Registro de la Propiedad y de cualesquiera otros bienes en los registros que correspondan, se podrá efectuar a nombre de los mismos*».

Con esta norma en principio se acabó con los dos principales defectos que impedían, como hemos visto, la inscripción del dominio de bienes inmuebles a favor de los Fondos de Titulización en el Registro de la Propiedad.

Así nos seguimos encontrando con que estos fondos son patrimonios sin personalidad jurídica, pero la falta de esta se suple con el último inciso de la nueva norma: «La inscripción de los bienes inmuebles pertenecientes a los Fondos de Titulización en el Registro de la Propiedad (...) se podrá efectuar a nombre de los mismos».

Y el otro defecto señalado, que era que este tipo de Fondos no podían integrar en su activo bienes inmuebles, se ve en principio solucionado con la previsión genérica que realiza la nueva norma jurídica permitiéndole que sean titulares de cualesquiera otras cantidades, bienes inmuebles, bienes y otros derechos en determinados supuestos.

A primera vista quedan resueltos mediante esta nueva norma todos los problemas que se habían planteado en estos casos. Se permite que los FTA y FTH

tengan en su activo bienes inmuebles, y se prevé que esa titularidad pueda inscribirse en el Registro de la Propiedad para que, en su caso, pueda cumplirse el principio de tracto sucesivo en una posterior enajenación a terceros de esos bienes.

De las soluciones posibles al problema que se había planteado en los Registros de la Propiedad con este tipo de documentos era, sin duda, la más deseable. Es mejor que el legislador modifique la normativa existente en una determinada materia, que se intente hacer coincidir una interpretación de la norma con los intereses de los operadores económicos en cada momento. Y es también más deseable una modificación de la normativa que una mera Resolución de la Dirección General de los Registros y el Notariado que admitiera la inscripción a favor de este tipo de Fondos de Titulización en el Registro de la Propiedad a imagen de lo sucedido con relación, por ejemplo, a las Uniones Temporales de Empresas.

Sin embargo, en nuestra opinión, esta modificación de la normativa adolece de diversos defectos que hay que poner de manifiesto y que implica que lo que debía ser una solución a un problema planteado pueda generar en el futuro disfunciones del sistema con una desprotección evidente de intereses de terceros. Con la intervención del Registro de la Propiedad incluida.

Podríamos distinguir entre unos defectos formales y otros de fondo. Estos últimos en cuanto a la conveniencia en sí de la decisión adoptada.

2. DEFECTOS FORMALES DE LA NUEVA NORMATIVA

En cuanto a la forma hemos de hablar, en primer lugar, del instrumento empleado para llevarla a cabo. Un Real Decreto-ley conforme al artículo 86 de la CE (36), implica un carácter extraordinario de urgente necesidad en la materia que se pretende reformar. No parece, a simple vista, el instrumento jurídico adecuado para una modificación en esta materia. Sobre todo si tenemos en cuenta que la regulación de los Fondos de Titulización lleva vigente, como

(36) Este precepto establece:

«1. En caso de extraordinaria y urgente necesidad, el Gobierno podrá dictar disposiciones legislativas provisionales que tomarán la forma de Decretos-leyes y que no podrán afectar al ordenamiento de las instituciones básicas del Estado, a los derechos, deberes y libertades de los ciudadanos regulados en el Título Primero, al régimen de las Comunidades Autónomas, ni al derecho electoral general.

2. Los Decretos-Leyes deberán ser inmediatamente sometidos a debate y votación de la totalidad al Congreso de los Diputados, convocado al efecto si no estuviere reunido, en el plazo de los treinta días siguientes a su promulgación. El Congreso habrá de pronunciarse expresamente dentro de dicho plazo sobre su convalidación o derogación, para lo cual el Reglamento establecerá un procedimiento especial y sumario.

3. Durante el plazo establecido en el apartado anterior, las Cortes podrán tramitarlos como proyectos de Ley por el procedimiento de urgencia».

hemos señalado a lo largo de este trabajo, catorce años desde la última regulación en profundidad y veinte desde la aparición de la titulización en sí, por la Ley 19/1992. Por su parte, la sentencia del Tribunal Supremo que declaró nula la norma que permitía la inscripción a favor de los Fondos de Titulización es de 2001, sin que desde entonces se haya pretendido la modificación de la regulación que quedó sobre la materia. ¿Es urgente necesidad que los fondos puedan incorporar en su activo bienes inmuebles o que aparezcan como titulares registrales? ¿Quién decide esa necesidad? La impresión que puede quedar de todo esto es que determinados actores económicos solucionan los obstáculos que encuentran en las operaciones que pretenden, instando la modificación de la norma que corresponda. Y que se satisfacen sus pretensiones.

Otra crítica que puede hacerse, relacionada con la anterior, es la tendencia del legislador de legislar a trozos. A modo de parches normativos con los que se van reparando las grietas que aparecen en el ordenamiento jurídico. Sea por cambios en la realidad socioeconómica, por efecto de la crisis económica, o por imposiciones de la Unión Europea. En lugar de afrontar ante estos cambios una modificación homogénea de la normativa aplicable, se realizan retoques de aspectos concretos, vía Disposiciones Adicionales y similares, sin tener en cuenta el resto de normas que afectan a la materia y las posibles consecuencias de la aplicación de las mismas conjuntamente. Como consecuencia de ello nos encontramos con una fragmentación y dispersión jurídica y normativa que dificulta la interpretación y aplicación del derecho por los distintos operadores jurídicos y en consecuencia una merma considerable de la seguridad jurídica.

En el caso que nos ocupa en lugar de modificar la Disposición Adicional segunda de la trasposición de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, se debería haber afrontado una completa y decisiva modificación del régimen jurídico de estos Fondos en sus respectivas normativas. O bien redactar una nueva norma que englobara toda la regulación de la titulización, ya de hecho muy fragmentada. Con esto se hubiera conseguido, no solo solucionar el problema puntual que se había planteado, sino dotar de una mayor seguridad jurídica esta materia.

De igual modo hubiera sido un momento adecuado para modificar el artículo 11 del RH, o el correspondiente de la LH, que permitiera la inscripción de entes, que como este tipo de fondos, carecen de personalidad jurídica, pero pueden ser titulares registrales.

Además el hecho de que los Fondos de Titulización pudieran ser titulares registrales dotaría de una mayor seguridad al tráfico jurídico, aprovechando para obligar a hacer constar en determinados casos la emisión de participaciones o CTH's en la inscripción de créditos o préstamos hipotecarios. Publicidad que podría servir, en casos como los que nos planteamos, para que los bonistas o terceros posibles adquirentes tuvieran conocimiento de las circunstancias del préstamo o crédito participado, de las condiciones y garantías de la emisión, etc.

Por último, dentro de estas cuestiones formales, una apreciación que puede parecer una mera cuestión gramatical, pero que tiene consecuencias prácticas. El Real Decreto-ley habla de la posibilidad de inscribir en el Registro de la Propiedad a favor de los FTH y FTA «bienes inmuebles». Lo correcto hubiera sido hablar de inscripción del dominio y otros derechos reales sobre bienes inmuebles.

No es del todo correcto hablar de inscripción de bienes inmuebles porque si estamos de acuerdo con la doctrina y siguiendo a LACRUZ BERDEJO (37), habría que distinguir entre lo que es el objeto de la inscripción y el objeto de la publicidad. Así, según este autor, lo que se presenta en el Registro es un documento con los requisitos legales exigidos o título formal, lo que se inscribe es el acto o contrato, o título material, y lo que se publica son los derechos reales inmobiliarios, o más concretamente la titularidad de los mismos.

Esta precisión terminológica tiene, como hemos adelantado, consecuencias prácticas, puesto que cabría interpretar que al hablar solo de inscripción de bienes inmuebles, se está refiriendo únicamente al dominio y no cabría la inscripción de derechos reales limitados sobre los mismos a favor de estos fondos. Esta posibilidad es factible desde el momento en que, como hemos señalado antes, los FTA pueden tener en su activo CTH's que al no requerir los requisitos de la LMH para las participaciones hipotecarias, pueden referirse a hipoteca de usufructo o de la nuda propiedad entre otras.

Quizá sería una interpretación estricta la que no permitiera la inscripción del usufructo, u otros derechos reales limitados, en estos casos a favor del FTA, pero este problema se salvaría con la redacción correcta del objeto de la inscripción.

Una vez visto lo que hemos llamado defectos formales de la reforma debemos examinar el fondo de la misma en el que destacaremos los problemas que pueden llegar a plantearse como consecuencia de las soluciones adoptadas.

3. PROBLEMAS DE FONDO QUE PUEDEN PLANTEARSE

Hemos visto que la solución dada por el Real Decreto-ley, en la parte que nos interesa del problema planteado, consiste en permitir que los FTH y FTA puedan devenir titulares de bienes inmuebles que reciban en determinados casos y que puedan aparecer como titulares de los mismos en el Registro de la Propiedad. En concreto, el artículo 27 del Real Decreto-ley se refiere a que puedan integrar el activo de estos fondos *«cualesquiera otras cantidades, inmuebles, bienes, valores o derechos que sean percibidos en pago de principal, intereses o gastos de las participaciones hipotecarias, certificados de transmisión de hipoteca, activos financieros u otros derechos de crédito que se hubieren agrupado en su activo,*

(37) LACRUZ BERDEJO, José Luis, *Elementos de Derecho Civil. 3. Derechos Reales*, Editorial Dykinson, 2005.

por resolución de cualquier procedimiento judicial o extrajudicial iniciado para el cobro de tales derechos de crédito; en particular y sin ánimo limitativo, por producto del remate de procedimientos de ejecución de garantías hipotecarias o no hipotecarias, por la enajenación o explotación de los inmuebles o bienes o valores adjudicados o dados en pago o, como consecuencia de las citadas ejecuciones, en administración y posesión interina de los inmuebles, bienes o valores en proceso de ejecución».

La Exposición de Motivos del Decreto de Zurbano por su parte, tras justificar este artículo 27 en facilitar la operativa de los Fondos de Titulización e incrementar la seguridad jurídica, habla únicamente de que estos Fondos puedan ser titulares de «*los inmuebles, derechos y cantidades resultantes de los remates de la ejecución de los préstamos hipotecarios de los que son titulares como consecuencia de la titulización*». Nos encontramos, por tanto, con que el ámbito previsto por la Exposición de Motivos para que los Fondos de Titulización pudieran ser titulares de bienes inmuebles es mucho más restringido que el que luego se configura en el artículo 27. La redacción definitiva se va a referir no solo a los bienes inmuebles, derechos y cantidades, sino a otros bienes y valores. Y no solo a los que resulten de remates de la ejecución de préstamos hipotecarios, que serían los procedimientos judiciales de ejecución hipotecaria, sino también, por resolución de cualquier procedimiento extrajudicial y por la enajenación o explotación de los inmuebles o bienes o valores adjudicados o dados en pago. Se añade aquí, en cuanto a la causa de adquisición por el Fondo, la venta extrajudicial que se realiza ante notario (38) y que es uno de los procedimientos de ejecución de la hipoteca y las daciones en pago de deudas que es un negocio jurídico entre particulares (39).

Es de gran importancia diferenciar si ha habido impago y consecuentemente un procedimiento de ejecución de la hipoteca propiamente dicho (judicial o extrajudicial), o simplemente que la entidad de crédito ha decidido, tras acuerdo con el deudor hipotecario, quedarse con el inmueble como pago de la deuda a cambio de cancelar la hipoteca y dar por extinguido el crédito participado. Y es de importancia para garantizar los derechos de los bonistas o partícipes del Fondo.

(38) El Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, también modifica en distintos aspectos el procedimiento de venta extrajudicial y anticipa una modificación de su regulación reglamentaria y legal, a los efectos de simplificar su tramitación y posibilitar la subasta electrónica.

(39) Entendemos que el legislador cuando habla de ejecuciones extrajudiciales no se está únicamente refiriendo a la venta extrajudicial que regula la legislación hipotecaria, sino que incluye además todo aquel proceso encaminado a solventar el problema de impago de los préstamos o créditos, aunque se trate como hemos dicho no de ningún procedimiento de ejecución, sino de negocios jurídicos entre particulares como la dación en pago, regulada en nuestro Código Civil como uno de los modos de extinción de las obligaciones, y en concreto como una de las modalidades del pago.

Ahora bien, creemos que hay que hacer unas consideraciones previas antes de juzgar si la solución que se le ha dado a estos casos es la correcta y si lo es en todos los supuestos planteados.

Para ello podemos partir de una pregunta: ¿En estos casos en que los Fondos de Titulización acaban quedándose con los bienes inmuebles, quiénes son los beneficiados y quiénes los perjudicados? Beneficiados lo son, si se puede entender así, las entidades de crédito, los bancos y cajas. Estas entidades son los acreedores hipotecarios y si se tratara de una hipoteca que no se hubiera titulizado, la ejecución conllevaría probablemente, tal y como está el mercado, que se tuviese que adjudicar la finca en la subasta correspondiente. Y si se tratara de una dación en pago, se quedaría de igual modo con la finca. Las entidades de crédito son los beneficiados por tanto, desde el momento en que consiguen no tener que incorporar otro bien inmueble más en su balance. La existencia de bienes inmuebles en el balance de las entidades de crédito le obliga a provisionar en un mayor porcentaje de acuerdo con las nuevas normas impuestas por el Banco de España. Estas provisiones suponen para el banco o caja tener un mayor gasto, que se traducirá en términos de liquidez cuando deban apelar a los mercados interbancarios, teniendo en cuenta además la restricción en la obtención de crédito que existe en estos mercados hoy día. ¿Y los perjudicados? Serían aquellos que tengan que asumir el riesgo del impago del préstamo o crédito titulizado. En principio este riesgo lo asumen los bonistas. Los que en último término han adquirido los títulos o valores emitidos por este tipo de Fondos. Cabría pensar que, en definitiva, asumieron un riesgo y ahora deben hacer frente al mismo, pero la cuestión es que no siempre son ellos los únicos que han de responder de ese riesgo y no de cualquier forma.

Como hemos intentado explicar en la primera parte de este trabajo, una de las principales ventajas y finalidades de este tipo de instrumentos financieros es la transmisión y dispersión del riesgo crediticio. Sin embargo y a diferencia del sistema puro anglosajón en la regulación española, la entidad cedente no sale completamente de la cadena de refinanciación. Así resulta del artículo 15 de la LMH de 1981, de acuerdo con el cual la entidad de crédito cedente se convierte en gestor del crédito participado y asume por su parte la obligación del total pago de la participación emitida hasta su amortización. Quedando únicamente liberado de esta obligación si la causa del impago de la participación es, a su vez, la falta de pago del crédito o préstamo participado por insolvencia del deudor (40).

(40) En concreto, el artículo 15 de la LMH establece en sus primeros párrafos 4.º y 5.º:

El titular de la participación hipotecaria tendrá acción ejecutiva contra la entidad emisora, siempre que el incumplimiento de sus obligaciones no sea consecuencia de la falta de pago del deudor en cuyo préstamo participa dicha persona. En este caso, el titular de la participación concurrirá, en igualdad de derechos con el acreedor hipotecario, en la ejecución que

Por su parte, el artículo 33 del RMH en la redacción dada por el Real Decreto 716/2009 establece que, una vez extinguido el crédito o préstamo hipotecario participado, el titular de las participaciones conservará acción contra el emisor hasta el cumplimiento de sus obligaciones. Y de acuerdo con el artículo 5 de la Ley 19/1992, los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la sociedad gestora del Fondo sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución.

De todo ello podemos destacar una idea fundamental; el hecho de que aunque se extinga el préstamo o crédito participado, no por ello han de suponerse extinguidas las participaciones hipotecarias emitidas con cargo al mismo, siendo el emisor responsable personalmente del total reembolso de estas.

Derivado de ello, nos encontramos también que la transmisión a los partícipes o bonistas del riesgo de impago del crédito o préstamo participado, implica que dichos bonistas (o sindicato de bonistas en su caso) tengan los derechos que, para cuando el incumplimiento fuera por falta de pago del deudor hipotecario, les reconoce el artículo 31 del RMH: Concurrir en igualdad con el acreedor hipotecario en la ejecución hipotecaria que se siga contra el deudor, e incluso podrían ejecutar la acción por su cuenta, si una vez requerido el acreedor hipotecario para que actúe, no lo hace en el plazo de sesenta días (41).

se siga contra el mencionado deudor, cobrando a prorrata de su respectiva participación en la operación y sin perjuicio de que la entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado en el préstamo y el cedido en la participación, cuando este fuera inferior.

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

(41) El artículo 31 del Real Decreto 716/2009 establece que si el incumplimiento fuera consecuencia de la falta de pago del deudor, el titular o titulares de las participaciones tendrán las siguientes facultades:

- a) Compeler a la entidad emisora para que inste la ejecución hipotecaria.
- b) Concurrir en igualdad de derechos con el emisor, en la ejecución que este siga contra el deudor, personándose a tal efecto en cualquier procedimiento de ejecución instado por aquel, y participar en el producto del remate a prorrata de su respectivo porcentaje en el préstamo o crédito ejecutado y sin perjuicio de que la entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado en el préstamo o crédito y el acordado en la participación, cuando este fuera inferior.
- c) Si aquella no inicia el procedimiento dentro de los sesenta días hábiles desde la diligencia notarial de requerimiento del pago de la deuda, el titular de la participación quedará legitimado para ejercitar, por subrogación, la acción hipotecaria del préstamo o crédito participado en la cuantía correspondiente al porcentaje de su participación, tanto por principal como por intereses. En este supuesto quedarán subsistentes la parte del préstamo o crédito no participado y las participaciones no ejecutadas como cargas

Por tanto, si el crédito participado resulta impagado, el derecho del partícipe se concreta en la concurrencia con igualdad de derechos que el acreedor-emisor en la ejecución que se siga contra el deudor hipotecario, o incluso, en la ejecución aislada del importe participado. Esta concurrencia debe realizarse a través de la correspondiente Sociedad Gestora, a la que, con arreglo a la ley, le compete la defensa de los bonistas. Los bonistas, por su parte, solo tendrán acción contra la Sociedad Gestora del Fondo, por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución del Fondo. Por ello hay que determinar en qué supuestos se produce realmente un impago del crédito participado, en cuyo caso los bonistas correrán con el riesgo, y en cuáles no. Y habrá que analizar cuál es la intervención de las Sociedades Gestoras en el proceso de amortización de las participaciones emitidas como consecuencia de ese impago y su posible responsabilidad frente a los bonistas.

Junto a todo lo anterior, estimamos de fundamental importancia la distinción de cuál es la causa de adquisición del inmueble por parte del Fondo, esto es, como consecuencia de qué título se le ha adjudicado. El Real Decreto-ley no distingue en este punto. Habla, como ya hemos dicho, de cualesquiera bienes inmuebles o derechos que se hubieran adquirido en cualquier procedimiento judicial o extrajudicial iniciado para el cobro de los derechos de crédito (que tenía en su activo el Fondo), y se refiere, a continuación, a los productos del remate de procedimientos de ejecución de garantías hipotecarias, o no hipotecarias o por la ejecución de bienes inmuebles (...) adjudicados o dados en pago. Esto es, que dentro de estos términos pueden entrar supuestos tan diversos como los distintos procedimientos de ejecución propiamente dichos de la hipoteca como son: el procedimiento ejecutivo ordinario (art. 579 de la LEC), el procedimiento de ejecución directa sobre bienes hipotecados o pignorados (arts. 681 a 698 de la LEC) y la venta extrajudicial a través de pacto (art. 129 de la LH y arts. 234 y siguientes del RH). Además de estos procedimientos de ejecución en sentido estricto, también prevé la posibilidad de determinados negocios jurídicos que suponen la extinción del crédito o préstamo y, teniendo en cuenta el carácter

preferentes, entendiéndose que el rematante las acepta y queda subrogado en la responsabilidad de las mismas, sin destinarse a su pago y extinción el precio del remate.

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

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

accesorio de la hipoteca como garantía real que es, la correlativa extinción también de la garantía como son la dación en pago o para pago de deudas.

Estos dos supuestos fundamentales que, como ya hemos ido señalando a lo largo de este trabajo, son los que los registradores se han encontrado en la práctica. Aquellos supuestos en que dentro de un procedimiento de ejecución directa sobre bienes hipotecados en el momento de la subasta, la entidad de crédito ejecutante realizaba una cesión del remate al Fondo de Titulización sobre la base de que era el titular del crédito o préstamo como consecuencia de una cesión en un procedimiento previo de titulización. Y las daciones en pago de deudas de un inmueble hipotecado por parte del deudor al acreedor entidad de crédito, que alegando a su vez, que el crédito o préstamo hipotecario ya no le pertenecía, le adjudica el inmueble al Fondo en su calidad de titular de dicho préstamo o crédito.

En ambos casos cabe hacer una consideración previa. No es del todo cierta la manifestación que se hace que, por haberse cedido el préstamo o crédito en un procedimiento previo de titulización al Fondo, la entidad tiene obligación de ceder al Fondo el inmueble, sea en la dación en pago o como cesionario del remate en la subasta. No existe tal obligación de la entidad cedente, ni directa ni fiduciaria. La única obligación que sí tiene la entidad cedente es atender la acción ejecutiva contra ella para el cobro, ya que el fondo en cuanto titular partícipe tiene acción contra la entidad cedente emisora para la efectividad del principal e intereses cobrados de los deudores de los créditos o préstamos hipotecarios participados. Por tanto, el cedente podría reembolsar en metálico u otros derechos o valores (que serían más conformes con la naturaleza propia de los activos de estos fondos) el importe del principal e intereses a satisfacer por el préstamo o crédito que se titulizó. Pero ya hemos visto que el interés de las entidades de crédito es hacer desaparecer de su balance en la medida de lo posible los activos inmobiliarios.

4. CONSECUENCIAS

De acuerdo con todo ello cabe extraer una serie de consecuencias sin ser exhaustivos:

Solo deberán los bonistas asumir los riesgos y no la entidad cedente cuando se trate de impago de esas participaciones (42) por la extinción del préstamo o crédito participado por impago. Los bonistas correrán con el riesgo de impago 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

(42) Hablamos en general de participaciones o créditos participados, pero no cabe olvidar que se tratará de estas tanto en FTH como en FTA, y que también puede tratarse de CTH en los FTA. Si bien, por no resultar reiterativos, hablamos únicamente de participaciones en general.

Fondo. En todos aquellos casos que se cobre alguna cantidad, la entidad cedente será responsable frente a los bonistas del pago del principal y los intereses cobrados. Y entendemos que deberá ser un juez, o al menos uno de los procedimientos previstos en la ley (así en el procedimiento de venta extrajudicial ante notario del art. 129 de la LH y concordantes del RH) el que deba determinar que se ha producido impago y si existe insolvencia en el deudor hipotecario. Para ello la entidad emisora deberá instar la ejecución de todas las garantías que tiene como acreedor hipotecario, incluida la derivada de la responsabilidad patrimonial universal.

La Sociedad Gestora, en ejercicio de su obligación de velar por el interés de los bonistas, deberá concurrir a la ejecución para el cobro de la totalidad del principal más intereses. En ningún caso ese impago deberá ser declarado unilateralmente por la entidad cedente si se alegara esa causa para la dación en pago de deuda. Y si se hace junto con la Sociedad Gestora, como se hace en estos casos al aceptar la amortización de las participaciones con la entrega del inmueble al Fondo, entendemos que no se está realizando una adecuada defensa de los intereses de los bonistas.

Si se trata de una dación *en pago* de deudas y no *para pago* en la que la adjudicación del inmueble se hiciera a favor de la entidad emisora (banco), esta debería responder frente a los bonistas del total importe de las participaciones, ya que en estos casos no nos encontramos ante un supuesto de impago, sino de pago. Sin embargo si en la adjudicación en pago el inmueble pasa directamente al Fondo, con un valor (sin actualizar) igual al importe de las participaciones emitidas y adquiridas por el Fondo, la Sociedad Gestora no podrá concurrir a ninguna ejecución, ni instarla, por lo que los bonistas carecerán de acción alguna contra el cedente de producirse la amortización de las participaciones hipotecarias equivalentes. Esta es una de las razones de la importancia que tenía para las entidades cedentes —bancos y cajas— que la inscripción en el registro se realizara a favor de los Fondos de Titulización. En los supuestos a que nos referimos de dación del inmueble en pago de deuda se está aceptando por lo general tasaciones de estos inmuebles anteriores a la crisis, sin tener en cuenta la caída del precio en el mercado inmobiliario. Se aceptan estas tasaciones igualando el valor del inmueble que se entrega con el de la deuda hipotecaria más intereses y se renuncia por tanto a ejercitar acciones posteriores si el precio obtenido con la venta del inmueble fuera notablemente inferior. Se renuncia para sí e indirectamente para los bonistas que podían compelerle a ejercitar la ejecución hipotecaria y cualquier otro procedimiento de ejecución de otras garantías reales o personales que hubiere, así como el embargo de otros posibles bienes, de acuerdo con el principio de responsabilidad patrimonial universal (arts. 1911 CC y 105 LH).

Solo en los procedimientos judiciales de ejecución, y en el de venta extrajudicial, al realizarse ante el juez o el notario, se lleva a cabo una adecuada

valoración del inmueble, al menos una valoración adecuada a las circunstancias actuales del mercado inmobiliario. Aun así es posible que el 60 por 100 del valor de tasación, que será el mínimo por el que pueda adjudicarse el inmueble la entidad ejecutante (43) tras la última reforma en la materia, sea todavía superior al valor real del inmueble en el mercado. Sin esa valoración actualizada se está quitando a los bonistas la posibilidad de determinar si realmente el inmueble que entra en el activo del fondo es equivalente al valor de las participaciones o derechos de crédito que formaban parte del mismo y que habrán de amortizarse.

Las entidades de crédito tienen también otras razones de importancia para querer adjudicar en pago estos bienes inmuebles a los Fondos de Titulización sin que el inmueble pase a formar parte de su patrimonio. Ya hemos visto los perjuicios que les conlleva el incorporar inmuebles en su balance, pero además van a intentar evitar por todos los medios a su alcance que no afloren las pérdidas de valor de los inmuebles, depreciación de los activos, o en su caso, la morosidad. Están interesados en que el valor que se le dé al bien inmueble sea equivalente al de la deuda que tiene con el deudor o deudores hipotecarios. Y ello porque de estar el inmueble en su poder y reconocerse una depreciación del activo como consecuencia de una nueva tasación, que será lo normal en el momento en que nos encontramos, la entidad de crédito se vería obligada a provisionar en el porcentaje correspondiente esas pérdidas declaradas.

Esta pretensión de las entidades de crédito es legítima, pero entendemos que no debería hacerse a costa de «colocar» los inmuebles en el activo de los Fondos de Titulización para que estos, de poder venderlos, tengan que asumir tales pérdidas. Además, mientras no se produzca una salida al mercado de todos los inmuebles que se encuentran hoy día en poder de las entidades de crédito y se ajusten a los precios del mercado, no se podrá salir realmente de la crisis inmobiliaria. En este sentido se encaminan las últimas reformas en materia financiera del nuevo Gobierno.

Frente a las famosas hipotecas *subprime* norteamericanas, ¿no estaremos contribuyendo a crear inmuebles *subprime* o activos inmobiliarios de alto riesgo en el patrimonio de los Fondos de Titulización cuyos partícipes confían en la bondad del sistema?

(43) Real Decreto 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa. Esta reciente norma modifica el artículo 671 de la LEC 1/2000, que establece hoy que: «Si en el acto de la subasta no hubiere ningún postor, podrá el acreedor pedir la adjudicación de los bienes por cantidad igual o superior al 60 por 100 de su valor de tasación.» Frente al 50 por 100 de la regla anterior.

También se ha previsto así para el procedimiento de venta extrajudicial en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo.

No es adecuado equiparar, como hace la modificación legal, «cualquier procedimiento judicial o extrajudicial iniciado para el cobro de tales derechos de crédito» con negocios jurídicos como la dación en pago. No se respetan las garantías de su regulación específica en todos los casos y las consecuencias, como hemos visto, difieren enormemente de si se ha llevado a cabo una adecuada valoración del inmueble o no.

Una solución como la adoptada sería admisible, en nuestra opinión, en las adjudicaciones que se producen como consecuencia de procedimientos judiciales de ejecución de hipoteca. Los procedimientos extrajudiciales de que habla la ley deberían verse reducidos por su parte al que para la ejecución de la hipoteca contempla el artículo 129 LH antes mencionado. Y debería rechazarse esta solución en los casos de dación en pago de deudas por las consecuencias negativas que ya hemos señalado.

5. OTROS PROBLEMAS QUE SE PUEDEN PLANTEAR

Debemos también referirnos a otras cuestiones que pueden plantearse en los supuestos de inscripción de bienes inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de los FTH y FTA.

Una de estas cuestiones es la que surge por la posible desnaturalización del activo propio de los FTH y FTA. Estos Fondos tienen un carácter eminentemente mobiliario. Su activo, como hemos visto exige la ley, estará constituido por participaciones hipotecarias en los Fondos de Titulización Hipotecaria y por certificados de transmisión de hipotecas, créditos, derechos u otros valores en el caso de los Fondos de Titulización de Activos. En todo caso, estos distintos valores negociables gozan de una liquidez muy superior a la de los bienes inmuebles.

Los bienes inmuebles son el activo menos líquido que existe. Por eso la normativa de las Instituciones de Inversión Inmobiliaria, que invierten en este tipo de activos, establece una serie de peculiaridades atendiendo a la naturaleza del objeto de su inversión.

Su regulación se encuentra recogida en la Ley 35/2005, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el reglamento de dicha ley, y que dentro de la regulación de las instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero se va a referir a las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias. Estas podrán ser, a su vez, o Fondos de Inversión Inmobiliaria —FII—, o Sociedades de Inversión Inmobiliaria —SII— (art. 35 LIIC). Su objeto será invertir en bienes inmuebles de naturaleza urbana o derechos reales sobre los mismos que permitan su arrendamiento, estableciendo una limitación en porcentaje si se trata de bienes inmuebles adquiridos sobre plano o de determinados derechos como la opción de compra (arts. 35 LIIC, 56.1 y 2 RIIC). Se

exigen unos coeficientes de liquidez (mínimo el 10 por 100) que garanticen suficientemente el cumplimiento del régimen de reembolso y unos coeficientes de diversificación del riesgo que limiten la inversión en un solo inmueble, así como el arrendamiento de bienes inmuebles a entidades de un mismo grupo (art. 36 LIIC y arts. 60 y 61 RIIC) (44).

(44) Artículo 60. Inversión en inmuebles y liquidez:

1. Las sociedades de inversión inmobiliaria invertirán, al menos, el 80 por 100 del promedio anual de saldos mensuales de su activo en bienes inmuebles en los términos del artículo 56. El resto del activo podrán tenerlo invertido en los valores admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación a los que se refiere el artículo 36.

2. Los fondos de inversión inmobiliaria deberán ajustar la inversión de su activo a las siguientes reglas:

Al menos el 70 por 100 del promedio anual de saldos mensuales deberá estar invertido en bienes inmuebles en los términos del artículo 56.1.

Deberán mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 10 por 100 del activo total del mes anterior. El cumplimiento del coeficiente se limitará a los meses en los que exista derecho de reembolso de los partícipes y se calculará sobre la base del promedio diario del coeficiente a lo largo del mes. Este coeficiente deberá materializarse en efectivo, depósitos, cuentas a la vista en una entidad de crédito o en activos o instrumentos de renta fija con plazo de vencimiento o remanente de amortización inferior a 18 meses y compraventas con pacto de recompra de valores de deuda pública, siempre que se negocien en mercados secundarios de los previstos en el artículo 36.1.a).

El resto del activo únicamente podrá estar invertido en los valores a que se refiere el apartado 1.

El porcentaje previsto en el párrafo a) vendrá referido al valor que resulte de los bienes, derechos y valores al final de cada mes, de conformidad con las reglas de valoración que a los efectos establezca el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV. Para comprobar si se cumple el porcentaje, el cálculo se realizará al final de cada año, como media de los saldos al final de cada mes del ejercicio, sin que se considere en dichos saldos, a los efectos del citado porcentaje, si la sociedad gestora así lo decide, las aportaciones realizadas por los partícipes en los 24 meses precedentes a cada una de las fechas consideradas en su cálculo.

Artículo 61. Diversificación del riesgo:

1. Ningún bien, incluidos los derechos sobre él, podrá representar más del 35 por 100 del patrimonio total en el momento de su adquisición. A estos efectos, se considerará el valor de mercado de tasación previa a la compra, o el efectivamente pagado o comprometido cuando sea superior al de tasación. En el caso de edificios, el porcentaje anterior se referirá al valor del edificio en su conjunto y no al de las distintas fincas que lo componen. A estos efectos, se considerará como un único inmueble todos los integrados en un mismo edificio. La CNMV podrá, con carácter excepcional, eximir temporalmente del cumplimiento de este límite a solicitud de la sociedad gestora o, en su caso, de la sociedad de inversión inmobiliaria, en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar inmuebles adecuados para cubrir dichos porcentajes.

2. Los porcentajes y criterios de inversión, a que se refieren este artículo y los artículos anteriores, deberán alcanzarse por las IIC en el plazo de tres años a partir de su inscripción en el registro especial de la CNMV. Durante este periodo transitorio, el activo de las IIC deberá estar invertido en los valores admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación a los que se refiere el artículo 36.

Asimismo, atendiendo a la naturaleza propia del objeto, se van a exigir unas normas en cuanto a la tasación de los bienes inmuebles que integren su activo, debiendo tasarse el patrimonio inmobiliario como mínimo una vez al año y, en todo caso, en el momento de su adquisición, aportación al fondo o venta. Haciéndose esta tasación por una de las sociedades de tasación previstas en la Ley del Mercado Hipotecario [art. 38.2.c) LIIC y 63.4 RIIC] (45). Por último existirán especialidades también en el ejercicio del derecho del partícipe al reembolso de sus respectivas participaciones. Este derecho no se podrá ejercitar en cualquier momento debido a la menor liquidez de este tipo de fondos frente a los homónimos de carácter mobiliario. En todo caso se prevé que ese derecho pueda ejercitarse como mínimo una vez al año, salvo que la CNMV, excepcionalmente, cuando existan razones de mercado o para asegurar el buen funcionamiento o la estabilidad del Fondo, autorice un plazo distinto que no podrá superar los dos años, y el valor liquidativo deberá fijarse al menos mensualmente (arts. 38 LIIC y 63.3 RIIC).

Todas estas normas se establecen teniendo en cuenta la naturaleza propia de los bienes inmuebles, objeto de estos vehículos de inversión. La valoración de los inmuebles, su tasación y la más lenta realización de los mismos es mucho más compleja que la que correspondería a los valores e instrumentos financieros que integran el activo de otros tipos de fondos, cuyo valor se puede conocer en todo momento y de forma objetiva al exigirse que estén admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación, o bien porque se trate de instrumentos del mercado líquidos y con un valor que igualmente pueda conocerse en cualquier momento. Pero no existen limitaciones o normas similares en la regulación de los Fondos de Titulización.

Por lo que respecta a los FTH y FTA, que venimos estudiando, no hay duda de que una de las ventajas de que gozan los inversores que los eligen es la posibilidad para los bonistas de convertir sus respectivas participaciones en dinero con facilidad mediante su reembolso. Ello de acuerdo con la premisa de que la facilidad de la desinversión incentiva la inversión. Sin embargo, si con esta nueva

3. Los bienes inmuebles integrados en el activo bajo cualquier título y arrendados a entidades de un mismo grupo no podrán representar más del 35 por 100 del patrimonio de la institución. A estos efectos, será de aplicación el concepto de grupo a que se refiere el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Este límite deberá cumplirse en el plazo de doce meses desde la inscripción de la IIC en el registro especial de la CNMV.

(45) El precepto reglamentario fija el momento y condiciones en que ha de hacerse esa tasación, al añadir que: «En el caso de venta, bastará con que dichos bienes o derechos se hubiesen tasado en los seis meses anteriores. Las tasaciones serán realizadas conforme a los criterios y periodicidad establecidos expresamente en el reglamento de gestión de los fondos. En el caso de adquisición, los bienes inmuebles se tasarán por primera vez dentro de los doce meses siguientes a su adquisición, en aquel mes en el que haya menor patrimonio inmobiliario cuya tasación corresponde realizar, con las excepciones expresamente previstas en el folleto informativo».

normativa un determinado Fondo comienza a aceptar bienes inmuebles cedidos por las entidades de crédito, amortizando las participaciones o demás valores correlativos que se emitieron, puede llegar el momento en que no pueda hacer frente a sus obligaciones frente a los bonistas. Esta posibilidad existe al no haber establecido la nueva normativa ningún límite a la titularidad de este tipo de bienes por los fondos de titulización, a imagen de los coeficientes de liquidez que hemos visto en la regulación de los FII. Tampoco se ha añadido la necesidad de una tasación objetiva de los bienes, ni un plazo para llevarla a cabo. Esto determina que hasta que no se proceda en su caso a la realización del bien inmueble por parte del Fondo, no se podrá comprobar si era correcta la valoración que se le dio al ingresar en su patrimonio, y si no lo era, las pérdidas se asumirían por los propios partícipes. Si existiera una tasación objetiva en el momento de ingresar en el activo los inmuebles, se salvaría parte de este problema, puesto que previa la amortización de las participaciones hipotecarias o valores correlativos, podría exigirse a la entidad cedente el íntegro pago de la diferencia existente entre el valor del bien inmueble adjudicado y el importe del préstamo o crédito participado más los intereses.

La existencia de unas reglas similares a las vistas para la exigencia del reembolso también podría evitar problemas futuros. Por ahora no se ha producido una masiva adjudicación de inmuebles a los FTH y FTA, pero las circunstancias económicas que vivimos, de oleadas de pánico inversor, sí que podrían dar lugar a una masiva solicitud de reembolso. Los últimos en solicitarla serían los perjudicados si en el remanente del activo de estos Fondos quedaran solo bienes inmuebles. Para esto también en la regulación de los FII se prevé que la CMNV pudiera suspender provisionalmente el derecho de reembolso y cómo habría de reembolsarse a prorrata hasta un 10 por 100 del patrimonio entre los partícipes que hubieran solicitado el reembolso antes de la suspensión provisional acordada. Este supuesto no tiene nada de hipotético, ya ha tenido lugar en nuestro país con relación a determinados FII. Así el Fondo denominado Santander Banif Inmobiliario FII, solicitó la suspensión del reembolso a sus partícipes en febrero de 2009 (46). Ello dio lugar a una modificación del régimen jurídico de estos Fondos por Real Decreto, de 4 junio de 2010, que entre otras cuestiones prevé la posibilidad de que el plazo de liquidación del Fondo pueda extenderse en el tiempo cuanto sea necesario bajo la supervisión de la CNMV, frente a la regulación anterior que preveía que los partícipes del Fondo Inmobiliario pasaran a ser copropietarios de los activos del mismo si transcurridos dos años no se había vendido el cien por cien del patrimonio.

(46) Diversos medios de comunicación se hicieron eco de esta noticia afirmando que la solicitud masiva de reembolso por los inversores alcanzaba 2.617 millones de euros, un 80 por 100 del valor total del mismo. Entre otros, se puede consultar la noticia en el siguiente enlace: <http://www.diariovasco.com/20090217/economia/banco-santander-suspende-reembolsos-20090217.html>.

De acuerdo con todo ello, podemos decir que la modificación que hemos estudiado es al menos incompleta. Se ha limitado a solucionar un problema concreto que se les había planteado a las entidades de crédito pero sin calibrar los posibles efectos de la misma. Para este fin, se permite la inscripción directa en el Registro de la Propiedad de los inmuebles adjudicados al Fondo, pensando únicamente en que pudieran con posterioridad ser enajenados a terceros adquirentes.

También podríamos plantear si es posible que el Fondo adquiriera inmuebles sujetos a condición o gravados. La normativa que hemos visto de los Fondos de Titulización exige que la cesión de los créditos o valores al Fondo para formar parte de su activo sea plena e incondicionada. Respecto a la cesión de los inmuebles podría por analogía aplicarse estas condiciones de la cesión de créditos y valores (47). Sin embargo no existe una norma específica al respecto. Si se interpreta que podrían cederse a los Fondos de Titulización inmuebles gravados con otras cargas (v.gr., con hipoteca anterior en caso de cesión en pago), en todo caso deberían computarse las mismas para la correcta valoración del inmueble y la consiguiente amortización de las participaciones.

Como otras cuestiones que podían plantearse en estos casos, y que dada la finalidad y extensión de este trabajo, no podemos desarrollar podemos mencionar las siguientes:

La repercusión de la existencia de bienes inmuebles en el activo de los Fondos de Titulización en el *rating*, o calificación de las agencias especializadas (48), lo que a su vez influirá en la valoración de la propia inversión.

La posible responsabilidad contractual de la Entidad Emisora, del Fondo, o en su caso, de la Sociedad Gestora (49) si no hubiesen llevado a cabo con la debida diligencia sus respectivas obligaciones y en concreto la labor de representación y defensa de los intereses de los partícipes. Con relación a la misma, cabría pensar que, en principio, todos estos problemas que hemos planteado se reducirían a la exigencia de responsabilidad por los bonistas a la sociedad gestora o la entidad cedente en su caso, ya que aquellos se encuentran correctamente representados por dicha sociedad.

(47) En este sentido, MATEO Y VILLA, Íñigo, «De la inscripción de fincas y demás derechos reales inmobiliarios en favor de los fondos de titulización hipotecaria y de activos», en *Boletín del Colegio de Registradores de la Propiedad*, año XLV, núm. 172 (2.ª época), págs. 2567-2573.

(48) Recuérdese que supone una obligación el hacer constar esa calificación por las Agencias de *rating* en el folleto de emisión tanto de los FTH (art. 5.º 8 de la Ley 19/1992), como para los FTA [art. 5.1.d) Real Decreto 926/1998].

(49) GUITARD MARÍN, en su artículo «Problemas jurídicos planteados por la titulización de préstamos hipotecarios», en *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 44, págs. 48 y 49, distingue las funciones de administración y custodia encomendadas al emisor que se asimilarían al mandato. En concreto usualmente a una gestión no representativa. Y, por otro lado, la gestión de negocios ajenos sin mandato para el caso de la función de la Sociedad Gestora respecto a los titulares de los valores emitidos por el fondo.

Admitida la posibilidad de inscripción de bienes inmuebles a favor de un Fondo de Titulización, podríamos plantearnos también, si sería posible embargar y anotar el embargo de esos bienes como consecuencia, por ejemplo, de deudas tributarias como el Impuesto de Bienes Inmuebles, ya que estos fondos siguen careciendo de personalidad jurídica.

Otra cuestión sería si es o no posible que un Fondo de Titulización se declare en concurso por sus deudas, ya que, en principio, no encaja en la distinción de persona física o jurídica del artículo 1 de la Ley Concursal de 19 de julio de 2003. Aunque cabría plantearse si el mismo texto legal al hablar en general de «deudor» podría incluir también a este tipo de Fondos si concurrieran en ellos esa situación.

Por último y también desde la perspectiva del derecho concursal sería interesante plantear las consecuencias que tendría, sobre estas operaciones que hemos estudiado, la declaración posterior en concurso del deudor hipotecario que cedió en pago de deudas el inmueble hipotecado. Cuestión que puede tener gran transcendencia, teniendo en cuenta el ejercicio de las acciones de reintegración del artículo 71 de la Ley Concursal, destinadas a rescindir los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración del concurso.

V. CONCLUSIONES

- I. En los casos de cesión de inmuebles a los Fondos de Titulización, la entidad cedente, acreedora y ejecutante no tiene —a pesar de lo que se afirmaba en los documentos presentados en el Registro— obligación ni directa ni fiduciaria de ceder en remate el inmueble adjudicado en la ejecución o adquirido en una cesión en pago de deudas del deudor hipotecario. Su única obligación es atender la acción ejecutiva contra ella para el cobro. De manera que el Fondo, en cuanto titular partícipe, tiene acción ejecutiva contra la entidad cedente emisora para la efectividad del principal e intereses cobrados de los deudores de los préstamos o créditos hipotecarios.

Partiendo de esta realidad, nos encontramos con que, en todos estos casos, la cesión que se producía del bien inmueble a los Fondos de Titulización era una de las soluciones posibles que podían barajarse, pero no la única.

Si la entidad cedente no tiene obligación de ceder el inmueble, únicamente de hacer efectivo el cobro por el Fondo del principal e intereses del préstamo o crédito participado, podría quedar como titular del inmueble y simplemente cumplir con sus obligaciones. Si se ha producido impago por el deudor, entregar el importe de lo que haya podido cobrar en la ejecución de la hipoteca y demás garantías si las

hubiere. Si se ha producido pago (mediante cesión del inmueble por la totalidad de la deuda) deberá hacer efectiva la totalidad del principal e intereses al Fondo para que se lleve a cabo la amortización de las participaciones correlativas.

- II. La opción de las entidades emisoras y las sociedades gestoras por la cesión del remate o de los inmuebles a los fondos de titulización, descansa en las ventajas contables que para las entidades financieras conllevaba el no tener que incorporar más bienes inmuebles a su balance y por tanto no tener que provisionar por los mismos en un momento de escasez de liquidez. Además, en el caso de las cesiones en pago, evitar minusvalías en la valoración de los activos cedidos.
- III. Esta solución, sin embargo, encontró varios obstáculos al intentar inscribir los inmuebles a favor de los Fondos en el Registro de la Propiedad. Obstáculos que no eran meras formalidades o requisitos extrínsecos, sino que se fundamentaban en la propia naturaleza y normativa de estos fondos.

Había otras soluciones, pero no eran tan ventajosas para las entidades de crédito y por ello consiguieron que se modificara la normativa aplicable. Pero esta modificación deja mucho que desear. Hemos visto diversos problemas que quedan de manifiesto con la solución propuesta, y otros, que pueden llegar a plantearse por tratarse de una regulación incompleta. En todo caso, introducen inseguridad jurídica en la regulación y funcionamiento de los Fondos de Titulización.

- IV. En lugar de aprovechar la seguridad jurídica que otorga el Registro de la Propiedad español, permitiendo la inscripción de bienes inmuebles a favor de los Fondos de Titulización, entendemos que lo que se ha conseguido es crear más inseguridad y opacidad en el funcionamiento de los mismos. Y no es buena esta dirección. Estamos en una crisis económica que comenzó por la contaminación de los Fondos de Inversión con hipotecas *subprime* y otros activos tóxicos. No debemos ni queremos repetir la historia.

VI. BIBLIOGRAFÍA

- BALLUGERA GÓMEZ, Carlos: «Adjudicación a fondo de titulización de activos. Notas prácticas», en *Boletín del Colegio de Registradores de la Propiedad*, año XLIV, núm. 161 (2.ª época), octubre de 2009, notas prácticas, págs. 2129-2138.
- CAMPOS ECHEVERRÍA, José Luis: *La burbuja inmobiliaria española*, Editorial Marcial Pons, Madrid, 2008.
- DE LEÓN MIRANDA, José Ignacio: «Las titulizaciones sintéticas de carteras crediticias», en *Actualidad Financiera*, año 2001, año 6, núm. 3, págs. 3-19.

- FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, y DE ALARCÓN ELORRIETA, María Luisa: «Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica: las comunidades funcionales y los fondos de gestión», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 592, 1989, págs. 617-674.
- FREIXAS DARGALLO, Xavier: «La titulización y el mercado de crédito hipotecario», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 44, 1993, págs. 53-59.
- GARCÍA GARCÍA, José Manuel: *Código de legislación inmobiliaria, hipotecaria y del Registro Mercantil*, 6.ª ed. Editorial Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2008.
- GÓMEZ GÁLIGO, Francisco Javier: *La calificación registral (Estudio de las principales aportaciones doctrinales sobre la calificación registral)*, Editorial Thomson Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2.ª ed., 2008.
- KESSLER SÁIZ, Guillermo, y DEL RÍO GALÁN, José Luis: «Problemas y soluciones técnicas del proceso de conversión de flujos financieros derivados de la titulización de préstamos hipotecarios», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 44, 1993, págs. 60-66.
- LACRUZ BERDEJO, José Luis: *Elementos de Derecho Civil. 3. Derechos Reales*, Editorial Dykinson, Madrid, 2005.
- MADRID PARRA, Agustín: «La llamada titulización hipotecaria (Ley 19/1992)», en *Derecho de los Negocios*, año 1993, núm. 29, págs 1-18.
- «Marco legal de la titulización de activos financieros en España», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 44, 1993, págs. 7-40.
- MATEO Y VILLA, Íñigo: «De la fiducia gestión», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 704, 2007, págs. 2585-2677.
- «De la inscripción de fincas y demás derechos reales inmobiliarios en favor de los fondos de titulización hipotecaria y de activos», en *Boletín del Colegio de Registradores de la Propiedad*, año XLV, núm. 172 (2.ª época), págs. 2567-2573.
- MATEO, Borja: *La verdad sobre el mercado inmobiliario español*, Editorial Manuscritos, Madrid, 2010.
- ORTÍ VALLEJO y GARCÍA GARNICA: «Los fondos de inversión inmobiliaria. Aproximación a su régimen jurídico», en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 690, año 2005, págs. 1221-1267.
- SÁNCHEZ DE LA PEÑA, Rafael: «El proceso de verificación y registro de un fondo de titulización hipotecaria», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 44, 1993, págs 91-100.
- STANDARD AND POOR'S: *Informe de 6 de octubre de 2010*.
- VALLE MUÑOZ, José Luis: «Notas acerca de la inscripción a favor de fondos de titulización hipotecaria y fondos de titulización de activos», en *Boletín del Servicio de Estudios Registrales del Cataluña*, año 2010, núm. 146, págs. 111-120.
- VÁZQUEZ ORGAZ, Jorge: «La titulización de activos en España», en *Noticias Jurídicas*, noviembre de 2002. www.noticias_juridicas.com
- YSÁS SOLANES, María: «El crédito hipotecario, base de la titulización», en *Derecho de los Negocios*, año 1996, núms. 7 y 67, págs. 1-15.

RESUMEN

FONDOS DE TITULIZACIÓN
PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS
DACIÓN EN PAGO

La crisis económica e inmobiliaria que ha azotado a nuestro país en los últimos años ha dado lugar a la aparición de nuevos negocios jurídicos. La explosión de la llamada burbuja inmobiliaria, la morosidad, la acumulación de bienes inmuebles en el activo de las entidades de crédito, y la, cada vez más, exigente normativa bancaria de provisiones ha determinado que por parte de los bancos se hayan cedido bienes inmuebles a Fondos de Titulización de Activos y Fondos de Titulización Hipotecaria. Estos inmuebles se encontraban hipotecados en garantía de un préstamo o crédito, los cuales habían sido objeto de titulización. Los inmuebles se cedían por dichas entidades de crédito a los Fondos alegando que al pertenecerles el préstamo o crédito titulado, lo mismo debería hacerse con el inmueble ejecutado (por impago de la hipoteca, o cedido en pago del préstamo o crédito).

Al intentar inscribir los inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de los Fondos de Titulización, se encontraron con dos importantes obstáculos; la falta de personalidad jurídica de los Fondos, y la composición del activo de los mismos, esencialmente mobiliario, ya que su regulación legal no contemplaba la posibilidad de que los bienes inmuebles formaran parte de dicho activo.

Ante estos obstáculos, y dado el interés de las entidades de crédito en que no constaran en su balance los bienes inmuebles adjudicados y cedidos, se instó una modificación legal que vino dada por el Real Decreto-ley 6/2010. En este trabajo se analiza la naturaleza de estas operaciones y los inconvenientes de la solución legal adoptada.

ABSTRACT

ASSET SECURITIZATION TRUSTS
MORTGAGE SECURITIZATION TRUSTS
DATION EN PAIEMENT

The economic and real estate crisis that whipped our country during the last years has brought in a number of new legal issues. The burst of the real estate bubble, the increase in delinquency ratios, the accumulation of real estate in financial institutions balance sheets and the increasingly demanding regulation for provisions in the banking sector have triggered a trend by which banks have transferred real properties to Asset Securitization Trusts and Mortgage Securitization Trusts. Those properties were mortgaged under a loan agreement, and those loans had become a security. Financial institutions transferred real estate to the Trusts, claiming that since they owned the securitized loans, Trusts should also accept the ownership of real estate that have been seized, due to either mortgage default or a transfer of the property as repayment of the loan.

Then, when approaching the Real Estate Registry to register those properties in favor of the Securitization Trusts, they found two main obstacles: 1) those Trusts lacked the status of legal entity, and 2) assets included in Trusts' balance sheets are basically personal properties, since regulation doesn't allow real properties to be part of Trusts' assets.

Given those obstacles, and given the willingness of financial institutions to have those seized —and transferred— properties out of their balance sheets, a legal reform came under the name of Real Decreto-ley 6/2010. In this essay, we analyze the legal nature of these actions and the disadvantages of the new regulation.

(Trabajo recibido el 22-5-2012 y aceptado para su publicación el 16-7-2012)