

El Mercado Hipotecario en Europa

SUMARIO: I. *Introducción.*—II. *El Mercado Hipotecario.*—III. *Sistemas existentes en Europa:* 1) Francia. 2) Alemania Federal. 3) Italia. 4) Reino Unido. 5) Dinamarca. 6) Federación hipotecaria de la CEE.—IV. *El Mercado Hipotecario y la CEE:* 1) Situación: Principios de libertad de establecimiento y prestación de servicios y de libertad de circulación de capitales. 2) Operaciones hipotecarias en especial. 3) Establecimiento de un Mercado Europeo. Propuesta de Directiva de 4 de febrero de 1985.—V. *Conclusión.*

I. INTRODUCCION

La primera indicación que debe realizarse en torno al tema objeto de estudio es que no existe en la actualidad un único Mercado Hipotecario europeo, en el sentido de un único Mercado de hipotecas o de títulos hipotecarios que se desarrolle en todos los Estados miembros de la CEE. Por el contrario, existen una pluralidad de Mercados Hipotecarios en Europa y dentro de la Comunidad, configurados, además, de forma distinta, por la disparidad de los regímenes existentes y sin que se haya producido una armonización a nivel comunitario.

Veremos, sin embargo, que han surgido diversas tendencias, en el seno de la CEE, para el establecimiento de un Mercado Europeo de Valores, mediante la unificación de los Mercados nacionales, que incluiría el Mercado Hipotecario. La unificación podría llegar a ser más amplia, llegándose a un Mercado europeo de capitales, que incluiría no sólo el de valores, sino también otro tipo de Mercados financieros; pero en todo caso, las propuestas de Directivas en que se plasman estas corrientes no se han incorporado a una resolución del Consejo que tenga el suficiente poder normativo.

II. EL MERCADO HIPOTECARIO

Antes de entrar a examinar el régimen existente en el Mercado Hipotecario de los principales Estados europeos y el previsto para el Mercado Común, es conveniente señalar algunas notas que delimitan el contenido de este Mercado. Para ello puede tomarse como referencia el sistema español, que, a pesar de su reciente regulación completa, no es una verdadera novedad sino sólo en su desarrollo.

El Mercado Hipotecario en España goza actualmente de una regulación detallada, que describe un campo institucional muy completo, ya que en ella se han incorporado técnicas elaboradas por sistemas financieros comparados, además de tener en cuenta las particularidades del sistema español.

Normas principales son la Ley 2/1981, de 25 de marzo, y su Reglamento de desarrollo, aunque no reciba esta denominación explícita, aprobado por el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo. Ambas disposiciones delimitan con claridad el ámbito material al que nos vamos a referir acto seguido.

Concretamente, el artículo 1 del Reglamento señala que: «El Mercado Hipotecario, regulado por la Ley 2/1981, de 25 de marzo, tiene por objeto la negociación de los títulos emitidos por las Entidades a que se refiere el artículo siguiente, con la cobertura de los créditos hipotecarios concedidos por las mismas, siempre que unos y otras reúnan las condiciones establecidas en este Real Decreto».

El Mercado Hipotecario es una institución ligada directamente con la financiación de la vivienda, pues surge sobre la base de préstamos hipotecarios concedidos generalmente para realizar aquella finalidad, entendiendo el término vivienda en su sentido de sector económico, de forma que comprenda tanto las actividades de adquisición de terrenos como las de construcción de edificios o mejora y rehabilitación de estrictas viviendas. Por consiguiente, para la comprensión de la esencia del Mercado Hipotecario y la delimitación de su ámbito es preciso tener en cuenta: primero, la necesidad de financiar la vivienda, que se realiza normalmente mediante préstamos con garantía hipotecaria, y segundo, la conveniencia de las Entidades concedentes de tales préstamos de movilizar sus créditos.

La movilización de los créditos se consigue, fundamentalmente, de dos formas distintas: Por una parte, mediante la transmisión de los créditos hipotecarios o «cesión de hipotecas», que se regula de forma general en España por la Ley Hipotecaria, imponiendo tradicionales y engorrosos requisitos, como son el otorgamiento de escritura pública y la inscripción

registral. Este es el sistema calificado de forma inexacta como «cesión de hipotecas» y muy utilizado en sistemas financieros del modelo anglosajón.

Pero de otra forma es posible agilizar la circulación del crédito hipotecario: mediante la utilización de títulos-valores. Recordemos, en este sentido, la posibilidad de emitir obligaciones con garantía hipotecaria, prevista por nuestra legislación desde el siglo pasado. Un paso más en el camino de facilitar la movilización de los créditos es la emisión de títulos especiales por parte de Entidades financieras especiales; se trata de los títulos hipotecarios que en nuestro ordenamiento pueden revestir la forma de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

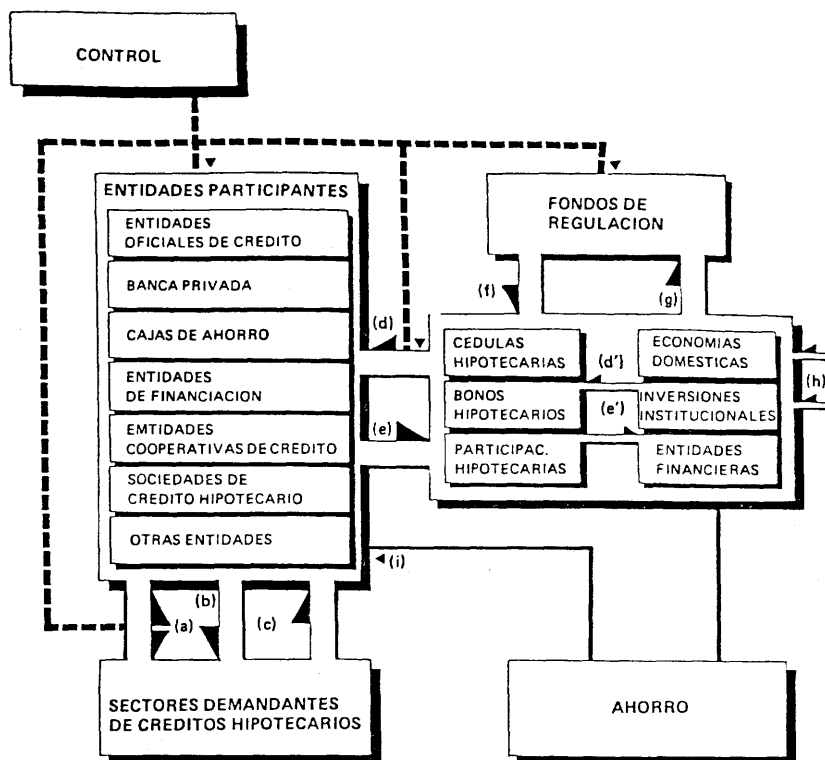
Esta variedad de títulos no se encuentra necesariamente en todos los sistemas financieros, aunque la categoría en sí, incluso en España, no constituye una verdadera innovación. En efecto, la financiación a través de títulos hipotecarios fue un descubrimiento del siglo XIX, pero su empleo se reservó al Banco Hipotecario; sólo recientemente, la nueva legislación española ha abierto a Entidades privadas el acceso a la emisión de estos títulos-valores.

El esquema I recoge el funcionamiento de un Mercado Hipotecario complejo, como es el diseñado por la legislación española, indicando el sentido de los trasvases de fondos que se producen entre los diversos sectores intervinientes en el mismo. El Mercado Hipotecario comprende en realidad varios Mercados integrados: Los sectores demandantes de créditos hipotecarios conciertan con las Entidades financieras, según su clase, las operaciones de préstamo con garantía hipotecaria, constituyendo el llamado «Mercado primario de hipotecas», con términos no muy afortunados, pero de uso general.

A continuación, las Entidades financieras tratan de recolectar los fondos suficientes para operar, es decir, de refinanciar sus operaciones. Estas actuaciones dan lugar a dos Mercados distintos: por una parte, el Mercado primario de emisión de títulos hipotecarios, en el que las Entidades participantes ponen en circulación cédulas, bonos o participaciones hipotecarias, que son suscritas por otras instituciones financieras o por particulares, y acto seguido el mercado secundario de títulos, constituido por las transmisiones de éstos entre los adquirentes primitivos y las Entidades o personas interesadas, con la intervención peculiar de unos fondos de regulación especializados en mantener la liquidez de los títulos hipotecarios.

En definitiva, resulta fundamental la distinción de los tres Mercados señalados: primario de hipotecas, primario de títulos hipotecarios y secundario de estos mismos; cada uno está sujeto a un régimen característico en los diferentes países a que aludiremos, tiene unos participantes distintos y también una amplitud diferente.

Esquema 1.- Flujograma del mercado hipotecario

**MERCADO PRIMARIO DE HIPOTECAS**

- (a) Demanda de créditos
- (b) Concesión de créditos hipotecarios
- (c) Amortización e interés de créditos

MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS**MERCADO PRIMARIO DE TITULOS**

- (d) — (d') Suscripción
- (e) — (e') Reembolso e intereses

MERCADO SECUNDARIO DE TITULOS

- (f) Compra
- (g) Venta
- (h) Compra—Venta

Nota:

- (i) Representa aquella parte del ahorro que se canaliza hacia la concesión de préstamos hipotecarios por vías distintas a la adquisición de títulos hipotecarios, como por ejemplo ahorro vinculado, depósitos, etc

III. SISTEMAS EXISTENTES EN EUROPA

1) FRANCIA

Pasando a examinar los sistemas de Mercado Hipotecario que existen actualmente en Europa, hemos de referirnos primeramente al sistema francés, que, como es bien conocido, ha tenido máxima influencia sobre el régimen español tradicional, aunque este antecedente ha sido superado por la vigente legislación española. También es conocida la posición dentro del sistema financiero francés del «Crédit Foncier», institución pública especializada en el crédito territorial y modelo del Banco Hipotecario de España.

Distinguiendo cada uno de los Mercados que anteriormente hemos delimitado, el Mercado primario de hipotecas francés está dividido teniendo en cuenta la modalidad de viviendas a que la financiación se destina. Existe una forma de financiación de las viviendas sociales, fundamentalmente a través del Estado; un régimen especial para viviendas de tipo medio, con utilización del Mercado Hipotecario, y otro para las de nivel superior, reducido a los cauces ordinarios de actuación de las Entidades financieras generales.

Por tanto, sólo en relación con las viviendas de tipo medio surge un verdadero Mercado Hipotecario, con la emisión de títulos-valores de carácter especial.

En Francia, además, los títulos hipotecarios a emitir sólo pueden revestir dos modalidades, equivalentes a las cédulas y a los bonos de nuestra legislación.

En cuanto a las cédulas, no pueden ser emitidas por cualquier Entidad financiera, sino sólo por el «Crédit Foncier», que, como se ha indicado, tiene naturaleza jurídico-pública. Los bonos pueden ser emitidos igualmente por el «Crédit Foncier», pero, además, por otras Entidades especializadas y rigurosamente limitadas, pues deben incluirse concretamente en una lista especial aprobada por el Gobierno.

Por otra parte, existe en el Mercado Hipotecario francés otra limitación importante, y es que no puede adquirir títulos hipotecarios cualquier persona, sino solamente las Entidades financieras, Bancos, Cajas de Ahorro, Compañías de seguros y Entidades de financiación. Ello supone que no exista un Mercado Hipotecario abierto al público, sino que se trata de un Mercado restringido y de carácter institucional; el Mercado secundario de títulos es limitado, reduciéndose a las instituciones que pueden tener en su patrimonio títulos hipotecarios.

Recientemente se ha tenido conciencia en Francia del escaso volumen de su Mercado Hipotecario, intentándose su ampliación. Para ello se han afectado a estas operaciones fondos especiales obtenidos por las Entidades financieras. Se trata de los fondos colocados en cuentas similares a las de «ahorro-vivienda» conocidas en España; una parte sustancial de los mismos debe destinarse obligatoriamente a la adquisición de títulos hipotecarios. Con esta medida se ha conseguido asegurar la colocación de los títulos, pero no desarrollar el mercado en su conjunto.

En conclusión, el sistema francés es excesivamente restringido y muy limitado, reducido a la participación del ahorro institucional, por lo que se puede esperar sea transformado en el futuro.

2) ALEMANIA FEDERAL

El sistema alemán es muy distinto al francés. Se trata también de un sistema con larga tradición, pero de mucho mayor desarrollo. Característica del Mercado primario de títulos hipotecarios alemán es que las emisiones sólo pueden realizarse por Entidades especializadas determinadas por la Ley. Aunque en las operaciones de concesión de préstamos con fines inmobiliarios intervienen una pluralidad de instituciones financieras (especialmente las Cajas de Ahorros para la Construcción, «Bausparkassen»), sólo pueden emitir títulos, de naturaleza análoga a nuestras cédulas hipotecarias, los llamados Bancos Hipotecarios y las Instituciones Oficiales de Crédito. Esta especialización ha determinado que las emisiones se produzcan de modo fluido y estén dotadas de gran seguridad.

Pero la nota más importante del sistema alemán consiste en la falta de restricciones en cuanto a los adquirentes posibles de títulos. Frente al régimen francés, en éste cualquier inversor puede adquirir títulos hipotecarios sin limitación alguna. Esto ha dado lugar a la posición relevante que el Mercado Hipotecario ocupa en el sistema financiero alemán, pues constituye un cauce muy seguro y utilizado por el inversor para colocar sus ahorros.

Las consecuencias han sido relevantes para la configuración actual del sistema bursátil alemán y, sobre todo, para el empleo del Mercado de títulos como financiación última de las operaciones de urbanización y construcción de viviendas.

Muy ligada a la apertura del Mercado de títulos a todo tipo de inversores está la existencia de un Mercado secundario muy desarrollado, hasta el punto de que más del 56 por 100 de los títulos de renta fija que se encuentran en circulación en el Mercado de valores alemán se ha calculado que son precisamente títulos hipotecarios.

Evidentemente, el Mercado alemán aparece, pues, como radicalmente distinto del francés y con unas posibilidades de expansión externa muy importantes.

3) ITALIA

El sistema italiano también remonta sus orígenes al siglo pasado. Recuérdese, por ejemplo, que cuando se reguló en España la emisión de cédulas por el Banco Hipotecario, uno de los modelos utilizados fue el de las *obligazioni fondiarie*, ya consolidadas en el Mercado italiano.

En Italia existe, pues, un Mercado Hipotecario muy desarrollado. Por una parte, en el Mercado primario de hipotecas (préstamos con garantía hipotecaria) intervienen fundamentalmente instituciones financieras especializadas en el crédito territorial y, sobre todo, una Entidad pública, el Instituto Italiano de Crédito Inmobiliario, creado en 1891. En segundo lugar, el Mercado primario de títulos se encuentra representado por las citadas *obligazioni fondiarie*, equivalente a las cédulas hipotecarias, que, como títulos de financiación que son, precisan para ser emitidas de una autorización especial del Banco de Italia.

Tampoco existe en este sistema ninguna limitación para los adquirentes, es decir, cualquier persona puede adquirir títulos de este tipo, por lo que se produce un amplio Mercado secundario de los mismos. Tal Mercado secundario se desarrolla en las Bolsas y su volumen de negociación es importante, a pesar de la característica debilidad del sistema bursátil italiano.

El Mercado Hipotecario italiano se muestra, por tanto, cercano al alemán y, con él, contrapuesto al francés.

4) REINO UNIDO

El Mercado inglés es radicalmente distinto a los examinados ya. En él no existe ninguna institución pública de crédito territorial, ni una regulación general para la emisión de títulos hipotecarios; tampoco se ha producido una intervención de los poderes públicos equiparable a la realizada en Estados Unidos sobre los Mercados de hipotecas.

El sistema del Reino Unido es, por tanto, muy flexible, carente de regulaciones coactivas y de funcionamiento independiente. Existe simplemente un Mercado primario de hipotecas y una posible transmisión ulterior de los créditos hipotecarios, pero sin la creación de unos títulos-valores especiales. Sólo un sector especial, el agrícola, utiliza títulos hipoteca-

rios (*debentures*), de circulación limitada. El modelo inglés debe encuadrarse, pues, en otra categoría especial.

5) DINAMARCA

El último de los sistemas vigentes en países de la CEE que vamos a exponer es el danés, el cual, a pesar de las limitaciones propias de su Estado nacional, es el más desarrollado técnicamente.

En primer lugar, el Mercado de concesión de préstamos hipotecarios corresponde a las llamadas Instituciones de Crédito Inmobiliario. También existe un Mercado de títulos hipotecarios con características particulares.

Tradicionalmente en Dinamarca el importe de los préstamos destinados a la financiación de la vivienda no se entregaba en dinero, sino en títulos hipotecarios, que el cliente debía colocar en el Mercado si pretendía realizar la inversión. Aunque este modo de operar está siendo progresivamente abandonado, ha ocasionado que el Mercado danés de títulos hipotecarios tenga una amplitud extraordinaria. Esto cabe afirmarlo especialmente del Mercado secundario, lo cual proporciona una elevada liquidez a los títulos, que se hace efectiva principalmente en la Bolsa de Copenhague.

6) FEDERACIÓN HIPOTECARIA DE LA CEE

La exposición realizada permite advertir la gran variedad de los Mercados Hipotecarios existentes dentro de la CEE, que pueden reducirse a tres modelos:

1. El sistema inglés, que no prevé la emisión generalizada de títulos hipotecarios.
2. El sistema francés, que admite la emisión de títulos especiales, pero con un Mercado restringido a instituciones financieras.
3. Los sistemas alemán, italiano y danés, cuyos Mercados Hipotecarios alcanzan gran desarrollo.

Los sistemas miembros de la CEE y algunos otros asociados a estos efectos (España y Noruega como observadores) han constituido la llamada «Federación Hipotecaria de la CEE», de la que forman parte las instituciones hipotecarias que operan en sus territorios, con vistas a armonizar los sistemas existentes y posibilitar la creación de un Mercado europeo de capitales. En definitiva, el fin propuesto es posibilitar que las Entidades de crédito hipotecario que actúan dentro de los países de la Comuni-

dad puedan prestar sus servicios de intermediación financiera en otros Estados distintos al de origen, y más importante aún, que puedan emitir títulos hipotecarios fuera de su territorio, es decir, captar ahorro externo. Evidentemente, se trata de una tarea difícil y, como veremos inmediatamente, encuentra importantes obstáculos para llegar a término.

IV. EL MERCADO HIPOTECARIO Y LA CEE

1) PRINCIPIOS GENERALES

La dispar configuración de los Mercados Hipotecarios existentes en el seno de la CEE hace difícil encontrar aspectos comunes a todos ellos, pero no cabe duda de que la actividad de las instituciones operantes en tales Mercados debe reconducirse a los principios generales rectores de la Comunidad, que se encuentran recogidos en el Tratado constitutivo (Tratado de Roma de 25 de marzo de 1957, de constante referencia en lo sucesivo).

Para nuestro estudio han de tenerse en cuenta los dos principios básicos de libertad de establecimiento y de prestación de servicios en el ámbito de las actividades financieras, y de libertad de circulación de capitales.

A. *Libertad de establecimiento y de prestación de servicios.*—Para los efectos que nos interesan en este momento, conviene aludir al artículo 58 del Tratado, que consagra el principio de libertad de establecimiento en relación con las sociedades, al establecer que las sociedades constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro y cuya sede social se encuentre dentro de la Comunidad quedarán equiparadas, en la aplicación del presente capítulo (capítulo 2, título III: «Derecho de establecimiento»), a las personas físicas nacionales de los Estados miembros. Además, el concepto de sociedad empleado tiene un amplísimo contenido; todas ellas gozan de la misma libertad de establecimiento que las personas físicas. Con arreglo al artículo 52, pues, todas las restricciones a dicha libertad que recaigan sobre los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro serán suprimidas de forma progresiva durante el período transitorio.

Existe, pues, un principio general de equiparación entre nacionales y no nacionales, siempre en el ámbito comunitario y extensivo a las personas jurídicas.

El principio de libertad de establecimiento se conjuga en el Tratado con el de libertad de prestación de servicios. Se establece, también con

extensión a las personas jurídicas, la libre prestación de los mismos por las Entidades que tengan su sede en el territorio de alguno de los Estados miembros y para la realización de sus actividades fuera del territorio de este Estado. En este sentido, el artículo 59 del Tratado establece que «las restricciones a la libre prestación de servicios dentro de la Comunidad serán progresivamente suprimidas».

Los dos principios indicados han recibido un desarrollo específico para las Entidades financieras, en la fundamental Directiva 77/780, de 12 de diciembre de 1977.

Parte esta Directiva del principio general de libertad, al señalar que «todo trato discriminatorio en relación con el establecimiento queda absolutamente prohibido».

No cabe duda de que en la esfera de aplicación de los principios de libertad, a que nos referimos, se encuentra la actividad especial de intermediación financiera que desarrollan las Entidades hipotecarias. La citada Directiva 77/780, al aplicarse a cuantos establecimientos realicen una actividad que consista en recoger del público fondos bajo forma de depósito u otras (como emisiones de obligaciones y otros títulos) y a la concesión de créditos (más correctamente préstamos) por cuenta propia, incluye, sin duda, las Entidades que operan en los Mercados Hipotecarios.

Sin embargo, es importante señalar que los principios de libertad de establecimiento y de libre prestación de servicios encuentran una restricción importante cuando inciden sobre la circulación de capitales entre Estados miembros. En efecto, el artículo 60 del Tratado califica las actividades consideradas servicios, pero sólo «en la medida en que no se rijan por las disposiciones relativas a la libre circulación de mercancías, capitales y personas». Esto supone que el régimen de libertad relativo a los servicios, en cuanto afecte a la circulación de capitales, queda absorbido por la regulación de esta última materia. Y dado que los Mercados Hipotecarios forman parte de los sistemas financieros de los Estados miembros, es fácil comprender que cualquier extensión de sus operaciones al territorio de otros Estados entrañará un trasvase de fondos, un movimiento de capitales.

B. *Libre circulación de capitales.*—La exposición anterior evidencia que el estudio de este principio constituye la base para configurar el régimen de las relaciones financieras comunitarias y, por tanto, de la situación de los Mercados Hipotecarios en la CEE.

El principio de libre circulación de capitales se establece en los artículos 67 y siguientes del Tratado (capítulo 4, título III), caracterizándose por no formularse en términos absolutos, sino dejando abierta la imposición de restricciones.

Los términos del Tratado son expresivos, en este sentido. El citado artículo 67 comienza señalando: «Los Estados miembros suprimirán progresivamente y en la medida necesaria para el buen funcionamiento del Mercado Común las restricciones a los movimientos de capitales...». No se trata, por tanto, de imponer una liberalización absoluta, sino sólo en cuanto lo exija el desarrollo de la Comunidad. El siguiente artículo 68 confirma este criterio, pues «los Estados miembros concederán con la mayor liberalidad posible, respecto de las materias a que se hace referencia en el presente capítulo, autorización de cambio», pero añade: «en la medida en que éstas sean aún necesarias después de la entrada en vigor del presente Tratado». Es decir, que incluso después de la plena vigencia del Tratado constitutivo, se prevé y admite la posible subsistencia de autorizaciones de cambio, sin que sea total la liberalización en materia de circulación de capitales.

El resto de la regulación del Tratado intenta introducir criterios armonizadores de la actuación futura de los Estados miembros, mediante una coordinación progresiva de las políticas de cambio (art. 70) y con el principio *stand still*, que veda la introducción de restricciones nuevas (art. 71).

Pero hasta los esbozos de liberalización establecidos por el Tratado pueden verse afectados por las medidas que adopten los Estados miembros en aplicación de previsiones contenidas en el mismo Tratado. Esto puede ocurrir cuando se produzcan perturbaciones en el funcionamiento del Mercado de capitales de algún Estado, pues el artículo 73 le permite adoptar medidas de protección. Es cierto que previamente habrá de ser elevada la propuesta a la Comisión para que la medida sea autorizada, pero además de poder evitarse el trámite en casos de urgencia, ya evidencia la debilidad del principio de libertad.

Tampoco acaban aquí las posibles limitaciones, pues los artículos 108 y 109 del Tratado contemplan también la posibilidad de establecerse cortapisas a la circulación de capitales cuando existan dificultades o amenaza grave de ellas para la balanza de pagos de un Estado miembro o surja una crisis súbita en este campo (adopción de medidas de salvaguardia).

En conclusión, el principio de libre circulación de capitales, tal como se establece por el Tratado, es templado, se impone con grandes cautelas y está sujeto a importantes restricciones. Debe acudir a las disposiciones del Derecho derivado y a la aplicación concreta de los preceptos reguladores para determinar hasta dónde llega la liberalización en esta materia.

El Tribunal de Justicia de las Comunidades, en una sentencia que no agotó este tema, por afectarle sólo parcialmente, señaló ya los criterios que, a su juicio, informan la regulación del Tratado. Se trata de la Sentencia de 11 de noviembre de 1981, dictada en el asunto Casati, plantea-

do sobre ciertas disposiciones italianas que entrañaban una restricción a la circulación de capitales. En ella señala el Tribunal que en aquellos campos en que el Tratado no establece la liberalización y las Directivas de desarrollo no la han introducido, los Estados miembros pueden aplicar cualquier tipo de restricciones.

Por otra parte, debemos recordar que incluso en el ámbito liberalizado la Comunidad puede autorizar el establecimiento de restricciones y esta previsión viene teniendo un uso constante. Francia, Italia, Dinamarca, Irlanda, el Reino Unido y Grecia (todavía en período transitorio) han utilizado este régimen especial, manteniendo restricciones a la libertad de cambios.

En el ordenamiento comunitario la circulación de capitales se encuentra regulada actualmente en dos Directivas (en realidad una sola, modificada parcialmente por otra posterior) ya antiguas, dictadas en los primeros tiempos de funcionamiento del Mercado Común. Se trata de las Directivas de 11 de mayo de 1960 y 63/21, de 18 de diciembre de 1962, ampliando el alcance de la anterior, dictadas como puesta en aplicación del artículo 67 del Tratado. Estas Directivas clasifican los movimientos de capitales en cuatro grupos (listas), de mayor a menor grado de liberalización.

El primer grupo (lista A) recoge operaciones liberalizadas, pero que requieren una autoridad particular de carácter administrativo que debe otorgarse forzosamente por los Estados miembros caso por caso. Por tanto, se trata de una verificación aplicable a inversiones directas, salvo algunas puramente financieras, inversiones mobiliarias y movimientos de capitales de carácter personal entre los Estados, por ejemplo.

El segundo grupo (lista B) comprende los movimientos de capitales también liberalizados mediante una autorización general dictada por las autoridades competentes de los Estados miembros. Están sujetas a este régimen las inversiones sobre títulos-valores que cotizan en Bolsa, principalmente; tanto las inversiones de no residentes sobre títulos nacionales cotizados, como las de residentes sobre títulos emitidos por Entidades extranjeras y sometidos a cotización bursátil.

El tercer grupo (lista C) recibe un régimen de liberalización condicional. En este caso, el régimen de libertad sólo se concede cuando los movimientos de capitales no obstaculicen la realización de los objetivos de la política económica de un Estado miembro. En caso contrario, el Estado afectado podrá mantener o restablecer las restricciones de cambio. Dentro de este grupo se incluyen, por ejemplo, la emisión y colocación de títulos de una empresa nacional en Mercados extranjeros de capitales, las

operaciones inversas a la anterior y las transmisiones de títulos-valores que no sean cotizados en Bolsa.

Por último, el cuarto grupo (lista D) contiene una relación de inversiones que no se encuentran liberalizadas por disposiciones comunitarias. Se trata de las inversiones en Mercado monetario y de las transacciones financieras a corto plazo, incluyéndose la celebración o reembolso de préstamos y créditos no ligados a transacciones comerciales o prestaciones de servicios.

Las Directivas limitan su aplicación a los movimientos de capitales expresamente determinados en ellas, de modo que cualquiera otra modalidad no encajable en sus previsiones queda excluida de todo tipo de liberalización, pues, como antes se ha indicado, la proclamación general del principio de libre circulación de capitales carece de efecto directo.

2) LAS OPERACIONES HIPOTECARIAS EN ESPECIAL

Sobre la base de la regulación descrita anteriormente, procede ahora centrar nuestra atención sobre las operaciones concretas en que se desarrollan los Mercados Hipotecarios, a fin de determinar el grado en que puedan gozar del régimen de liberalización dentro del ámbito territorial de la CEE.

El tema debe plantearse, en primer lugar, sobre la posibilidad de otorgarse préstamos hipotecarios cuando existan elementos de la relación jurídica situados en distintos Estados miembros, especialmente cuando la garantía hipotecaria recae sobre un inmueble situado en el territorio de otro Estado.

El cotejo de los distintos apartados de las Directivas aplicables lleva a concluir:

- 1.º Que esta operación no puede calificarse de inversión inmobiliaria al ser imposible su asimilación al concepto expreso en la Directiva de 1960 (anexo 2, Notas explicativas).
- 2.º Que tampoco son aplicables las reglas previstas para las operaciones de préstamos o crédito, ya que en ningún caso se contempla la posible existencia de una garantía hipotecaria.
- 3.º Que no se establece un régimen especial para las hipotecas o las garantías reales en general, por lo que debe estimarse que la operación está situada en el ámbito excluido de liberalización.

Esto supone que el otorgamiento de préstamos con garantía hipotecaria sobre inmuebles situados fuera del territorio del Estado miembro de que se trate, está sujeto a todas las restricciones que establezca el Estado

de la Entidad prestamista y también a las que aplique el Estado de situación del bien inmueble que se hipoteca.

En relación con el Mercado primario de títulos hipotecarios sí existe una previsión en las Directivas. Concretamente, el tercero de los grupos de operaciones examinados (lista C) prevé la emisión de títulos por las empresas nacionales en Mercados extranjeros y viceversa; pero se trata de un supuesto de liberalización condicionada. Por tanto, las emisiones estarán sujetas al posible establecimiento de restricciones fundadas en razones de política económica por los Estados miembros.

Finalmente, en el desenvolvimiento del Mercado secundario de títulos hipotecarios resulta esencial determinar su régimen bursátil. Si los títulos de que se trate están sometidos a cotización oficial en Bolsa, les será aplicable el régimen de liberalización con autorización general (lista B). Pero si los títulos en cuestión no son cotizables en Bolsa, su régimen será sólo de liberalización condicional y sujeto, por tanto, a restricciones.

En materia de negociación bursátil, cabe señalar que existe ya en la Comunidad un ordenamiento muy elaborado para la armonización de ciertos aspectos de los Mercados de valores existentes en los Estados miembros. Tres Directivas fundamentales se refieren a esta materia: 79/279, de 5 de marzo de 1979, sobre condiciones para la admisión a cotización oficial; 80/390, de 17 de marzo de 1980, reguladora del folleto de emisión, y 82/121, de 15 de febrero de 1982, sobre información periódica a proporcionar las Entidades cuyos títulos sean cotizados.

Además, debe recordarse la recomendación de la Comisión 77/534, de 25 de julio de 1977, que aprobó el Código de conducta europeo y, con las Directivas, constituye el embrión de un posible Mercado europeo de valores (que incluiría los títulos hipotecarios, claro está).

3) ESTABLECIMIENTO DE UN MERCADO EUROPEO. TENDENCIAS

El establecimiento de un Mercado de capitales a nivel europeo, ya creando un nuevo Mercado supranacional o armonizando y unificando los nacionales, es una aspiración que se renueva periódicamente en el seno de la CEE. Varios informes encargados por la Comisión se han pronunciado en el sentido de entenderlo necesario para el mismo desarrollo del Mercado Común, como los informes Segré, de 1966, y Werner, de 1971.

Sin embargo, obstáculos de importancia dificultan el logro de este propósito. Por ejemplo, es notable la resistencia de los Estados miembros a ceder una parte importante de su soberanía en materia económica, lo que ocurriría si tuviesen que subordinar su actuación a las medidas generales de la Comunidad. También han de considerarse los intereses

financieros extracomunitarios, que, mientras la CEE carece de un Mercado de capitales controlado, han propiciado el desarrollo de un Mercado europeo de títulos (eurodólares primero, ahora eurodivisas) floreciente y exento de trabas. Y, finalmente, no pueden omitirse las consideraciones de índole fiscal, pues el Mercado europeo requiere una previa armonización y simplificación de los procedimientos fiscales, que están proporcionando sustanciosos recursos a los Estados miembros.

Haciendo frente a estas dificultades, la Comisión realiza una labor constante poniendo de manifiesto las ventajas de todo tipo de alcanzar un auténtico Mercado europeo; para ello eleva con frecuencia al Consejo «memorándum», informes y propuestas normativas, que son debidamente publicados.

Concretamente, con fecha 18 de abril de 1983, la Comisión elevó un «memorándum» sobre integración financiera, que se refiere, entre otros aspectos, al Mercado de títulos hipotecarios. Después de lamentar la falta de progreso en este campo luego de veinticinco años de funcionamiento del Mercado Común, se destaca la necesidad de adoptar acciones importantes en relación con el crédito hipotecario eliminando trabas administrativas que dificultan su desarrollo. La medida propuesta consistía en permitir a las Entidades hipotecarias la emisión de sus títulos característicos (obligaciones hipotecarias) en Estados miembros distintos al de origen y utilizar los fondos obtenidos en la concesión de préstamos hipotecarios en el mismo Estado miembro.

Esta recomendación de la Comisión se ha plasmado recientemente y de forma más completa en la propuesta de Directiva de 4 de febrero de 1985, sobre libertad de establecimiento y prestación de servicios en el campo de crédito hipotecario. Como puede observarse, ha tratado la Comisión de soslayar las dificultades ligadas a la libre circulación de capitales derivando su propuesta de los otros principios menos conflictivos.

La propuesta, en su preámbulo, expone con toda claridad las dificultades actuales que impiden el desarrollo de un Mercado Hipotecario a nivel de la Comunidad y su parte dispositiva resulta extremadamente cautelosa, previendo restricciones y garantías, tanto para el Estado miembro donde radique la Entidad de crédito hipotecario como para aquel en cuyo territorio se concedan los préstamos hipotecarios o se emitan los títulos. Esta circunstancia permite abrigar esperanzas sobre la futura aprobación de la Directiva.

La citada propuesta constituye la medida más específica elaborada hasta el momento por la CEE respecto a los Mercados Hipotecarios, por

lo que, a pesar de encontrarse en sus inicios el proceso de aprobación, debemos dedicarle una atención especial.

La Directiva se aplicará a los establecimientos de crédito hipotecario, definidos como aquellos que tengan por objeto reunir fondos en forma de depósitos o por emisión de obligaciones hipotecarias u otro tipo de títulos y conceder préstamos garantizados por hipotecas inmobiliarias. Para el desarrollo del principio de libertad de realización de estas actividades se distinguen claramente los dos tipos de operaciones siguientes:

1. Operaciones activas, es decir, otorgamiento de préstamos con garantía hipotecaria, que se autorizarán por los Estados miembros cuando graven bienes inmuebles situados en otro Estado miembro. Además, la Entidad de crédito podrá aplicar las técnicas vigentes en su Estado de origen.
2. Operaciones pasivas o de recolección de fondos. Los establecimientos que tengan su sede en un Estado miembro podrán captar fondos y refinanciar sus operaciones en el territorio de otro Estado miembro, aplicando las técnicas financieras vigentes en su Estado de origen.

En definitiva, la propuesta de Directiva abre la posibilidad de conceder préstamos fuera del territorio de origen y con garantía hipotecaria, así como emitir títulos hipotecarios fuera del Estado miembro de origen, modificando sustancialmente el régimen vigente.

De forma complementaria, la propuesta trata de garantizar debidamente los intereses de los Estados miembros con el fin de superar retenciones frente a la liberalización que se introduce. Estas garantías afectan tanto al Estado de origen de la Entidad financiera actuante como al Estado en que las operaciones hipotecarias vayan a realizarse. En favor de este último se configura la facultad de exigir que las emisiones de títulos hipotecarios se acomoden a sus disposiciones y que se realicen utilizando su propia moneda. En este punto, la propuesta intenta también promover el empleo del ECU (unidad de cuenta europea), de acuerdo con el propósito de configurarlo como principal instrumento financiero de la Comunidad, ya que, en todo caso, la Entidad emisora podrá imponer la emisión realizada con esta denominación.

Por su parte, el Estado de origen queda tutelado al permitirse la imposición de un límite cuantitativo transitorio a las operaciones hipotecarias que se realicen por las Entidades en él radicadas en otro Estado miembro.

No son tampoco ajenas a la propuesta las limitaciones instrumentadas en medidas de control administrativo, ejercitables por cualquiera de los

Estados miembros afectados. En efecto, las Entidades financieras actuarán sometidas a las autoridades del Estado de origen y también a las del Estado en que actúen, debiendo cumplir, respecto de ambas obligaciones especiales de información, notificaciones y autorizaciones.

Por todo ello, la propuesta de Directiva presentada, con sus limitaciones, tiene posibilidades de llegar a convertirse en el inicio de un Mercado Hipotecario a escala europea.

V. CONCLUSION

No se puede terminar esta exposición sin hacer una breve referencia a las perspectivas que la integración de España en la Comunidad tiene sobre el Mercado Hipotecario, especialmente el español.

En primer lugar, parece claro que al no existir en la actualidad prácticamente ninguna liberalización en este ámbito, ni disposiciones armonizadoras de las legislaciones de los Estados miembros, la incorporación española no va a afectar al Mercado Hipotecario, que se mantendrá restringido a sus actuales límites territoriales.

Por otra parte, si se llegase a aprobar la propuesta de Directiva de 1985, antes examinada, el Mercado Hipotecario español ha alcanzado, desde 1982, el suficiente desarrollo como para confrontarse con éxito con los sistemas vigentes en los demás Estados miembros y superar la competencia externa.

Sin embargo, resulta más difícil pronosticar que el sistema español vaya a superar nuestras fronteras y competir en otros Estados miembros con sistemas hipotecarios más tradicionales y desarrollados. Debe más bien esperarse que la configuración y desarrollo actuales del mercado español sirva simplemente para evitar la ocupación de esta parte del sistema financiero por Entidades radicadas en otros Estados miembros.

NOTA BIBLIOGRAFICA

Los estudios sobre Mercado Hipotecario son escasos en España, sobre todo por lo reciente del desarrollo de este Mercado financiero; no obstante, la existencia de algún trabajo completo sobre esta materia permite cumplir, en este ámbito, el propósito de limitar las referencias al material publicado en España y sólo excepcionalmente a obras extranjeras fáciles de encontrar en nuestro país.

El estudio monográfico más completo sobre el Mercado Hipotecario, en sus diversos aspectos, es el Suplemento núm. 1 sobre el Sistema financiero de *Papeles de Economía Española*, con el título de Mercado Hipotecario. De los trabajos en él contenidos merece destacarse el de J. J. DURÁN HERRERA y A. SANTILLANA DEL

BARRIO, *Configuración del Mercado Hipotecario español*, del que se ha tomado el «Esquema 1: Flujograma del Mercado Hipotecario», inserto en el texto que precede.

Las distintas vías utilizables para la movilización de los créditos, antes de la Ley del Mercado Hipotecario, se tratan con detalle en el trabajo de L. SANCHO MENDIZÁBAL, «La movilización de los créditos: Aspectos jurídicos», en *Información Comercial Española*, núm. 548, págs. 164 y ss.

En relación ya con la CEE, una panorámica general sobre el desarrollo de los diversos principios puede verse en *L'Europe aujourd'hui - Etat de l'intégration européenne*, publicado por la Comisión en 1984.

La libertad de establecimiento de personas jurídicas se examina por L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA en «La libertad de establecimiento de sociedades y demás personas jurídicas en la CEE», *Documentación Administrativa*, núm. 185, pág. 575.

Más importancia para este trabajo tiene el principio de libre circulación de capitales, sobre el cual pueden consultarse: «Libre circulación de capitales en la CEE», de A. SÁNCHEZ-BELLA Y CARSWELL, en la misma revista, pág. 631; «La integración española en la CEE: Repercusiones sobre el sistema financiero y el mercado de valores», por D. AZQUETA OYARZUN, *Revista de Instituciones Europeas*, 1982, pág. 509; «La libertad de circulación de capitales en la Comunidad Económica Europea y la adhesión de España a las Comunidades Europeas», de A. ORTIZ-ARCE, en dicha revista, 1984, pág. 719; y, recientemente, «La aplicación en España de la libertad de circulación de capitales», por A. BOIXAREU CARRERA, en *Documentación Administrativa*, núm. 201, pág. 473. No debe olvidarse tampoco el trabajo pionero de L. R. ROJO y G. GIL: *España y la CEE. Aspectos monetarios y financieros*, publicado por el Banco de España en 1978.

Evidentemente la consulta directa de las Directivas comunitarias resulta imprescindible. Pueden encontrarse en el *Dictionnaire du Marché Commun*, cuya voz «Capitaux» está puesta al día hasta finales de 1983, o bien en el *Diario Oficial de las Comunidades*, como se indica a continuación: Directiva 77/780, establecimientos de créditos (*J.O.C.*, núm. L 322/30); Directivas de 11 de mayo de 1960 (*J.O.C.*, núm. 43, de 1960, pág. 921) y 63/12, sobre circulación de capitales (*J.O.C.*, número 9, de 1963, pág. 62); Directivas sobre Bolsa, 79/279 (*J.O.C.*, núm. L 66/2), 80/390 (*J.O.C.*, núm. L 100/1), 82/121 (*J.O.C.*, núm. L 48/26) y Código de conducta, recomendación 77/534 (*J.O.C.*, núm. L 212/37).

El informe sobre integración financiera presentado por la Comisión el 18 de abril de 1983 ha sido publicado en España por la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 13, 1984, pág. 147.

Finalmente, la propuesta de Directiva sobre crédito hipotecario, presentada en 4 de febrero de 1985, fue publicada en el *J.O.C.*, núm. C 42/4.

PEDRO DE ELIZALDE Y AYMERICH
Abogado del Estado