

EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Manuel Ángel Romero Rey

Abogado del Estado

Ex Subdirector de los Servicios Jurídicos de la CNMV

Socio-Director de Romero Rey Abogados

I.- Objetivos

II.- Titulización de Activos

- a) **Concepto**
- b) **Naturaleza Jurídica de la Titulización**
- c) **Clases**

III.- Régimen Jurídico de la Titulización

- a) **Titulización Hipotecaria y Titulización de Activos**
 - a. **Elementos Subjetivos**
 - 1.- **“Originador”**
 - 2.- **Fondo de Titulización**
 - 3.- **Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización**
 - 4.- **Titulares de los valores de renta fija que se emitan por los Fondos**
 - b. **Elementos objetivos**
 - 1.- **Créditos**

- b) **Fondos de Titulización Hipotecaria**
- c) **Fondos de Titulización de Activos**
 - i.- **Derechos de crédito presentes**
 - ii.- **Derechos de crédito futuros**
- d) **Contrato de cesión de créditos**

2.- Valores emitidos

a. Elementos formales

- 1.- **Escritura pública**
- 2.- **Verificación de la constitución del fondo por la CNMV**
- 3.- **No necesidad de inscripción en el Registro Mercantil**
- 4.- **Calificación del riesgo financiero de los valores emitidos**

b. Extinción del Fondo

b) Titulización Sintética

c) Régimen Concursal de la Titulización

III.- Conclusiones

IV.- Autoevaluación

V.- Bibliografía

VI.- Glosario de definiciones

I.- OBJETIVOS

La “Titulización” apareció en España como una eficiente forma de financiación y de gestión del riesgo de impago que conllevan los derechos de crédito y, en respuesta a las ventajas que proporciona, el desarrollo, tanto en volumen de emisiones como en diversidad y calidad de las operaciones, ha sido notable.

A pesar del éxito de la Titulización en nuestro país, las posibilidades que concede no se han agotado, sino que más bien al contrario sólo algunas de ellas se han explotado. En España quienes mejor partido han sacado de la institución han sido las entidades de crédito, a quienes la Titulización les ha permitido gestionar el riesgo que el crecimiento del mercado hipotecario ha generado, que de otra forma habría sido insostenible. Igualmente, han creado una ágil y segura forma de cobro de sus créditos a corto con clientes.

Las empresas no financieras en los últimos ejercicios han comenzado a realizar operaciones de Titulización como alternativa a las fuentes tradicionales de financiación, permitiéndoles afrontar no sólo la gestión de cobro de sus créditos con clientes, sino articular sobre la Titulización sus planes de negocio y crecimiento.

Del mismo modo, las Administraciones Públicas han visto en la Titulización de activos la vía de financiación de las infraestructuras, siendo usual su establecimiento como medio de aunar el desarrollo social y el control del gasto público.

En España la tendencia parece ser la multiplicación de las aplicaciones de la Titulización y su extensión a otros sectores económicos distintos del financiero.

En otros países, tanto europeos como en Estados Unidos, la utilización e implantación de la institución como medio de financiación es un hecho, existiendo una gran variedad de operaciones y para la financiación de múltiples sectores económicos, como por ejemplo, clubes de fútbol británicos, bodegas de vinos franceses, etc..

Las estructuras jurídicas de la Titulización varían de unos países a otros, si bien en la mayoría de los casos, por comparación al sistema español que utiliza los fondos, los vehículos de Titulización suelen tener forma societaria con propósito especial, lo que en el argot se conoce como “SPV”. Sin embargo, esta diferencia no supone ninguna desventaja ni disfunción para el modelo español, en el que la seguridad jurídica es máxima y la eficiencia financiera idéntica a la de cualquier otra operación de Titulización mundial.

La evolución normativa así parece confirmarlo y de la inicial regulación exclusivamente de los Fondos de Titulización Hipotecaria que sólo permitía titular determinados créditos con garantía hipotecaria, se amplió el ámbito de la Titulización a cualquier derecho de crédito con la normativa relativa a Fondos de Titulización de Activos y, hoy, la Ley 62/2003, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social ha avanzado aún más al introducir en nuestro derecho la “Titulización Sintética” en la que ya no es requisito esencial la cesión material de los créditos, sino que el acreedor originario sólo transfiere el riesgo de impago mediante la firma de un derivado de crédito, conservando en el activo de su balance los créditos.

El último hito de esta evolución legislativa lo constituye la publicación de la Orden del Ministro de Economía y Hacienda 3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de Titulización de activos y de habilitación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y obligaciones de información aplicables a los fondos de Titulización de activos y sus sociedades gestoras, que ha venido a resolver las dudas que las lagunas legales existentes sobre esta materia y que imposibilitaban la ejecución de este tipo de operaciones.

El presente artículo tiene por objeto la realización de un estudio general de la institución, en el que se analiza su naturaleza, sus clases, su régimen jurídico y ciertas cuestiones que surgen en la práctica en estas operaciones.

II.- TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

a) Concepto

El ordenamiento jurídico positivo no contiene una definición concreta de “Titulización”, haciéndolo por referencia a la naturaleza jurídica de los fondos de Titulización, su composición y las consecuencias que de esta operación se derivan.

La Exposición de Motivos de la Ley 19/1992, de 7 de julio, de sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria señala que *“estos Fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de Entidades de crédito.”*

El texto legal reproducido, en el que se indican el origen, la composición del activo y del pasivo del fondo de Titulización, se completa con el artículo quinto de la citada Ley, en el que su apartado primero, párrafo segundo, dispone que *“ los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que,....., estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo.”*

El artículo 1 del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización define éstos de idéntica manera a la expuesta más arriba, con dos únicas modificaciones: la primera relativa a la estructura de aquéllos y la segunda al contenido del activo y del pasivo. En cuanto a la estructura, el Real Decreto 926/98 elimina el carácter cerrado de

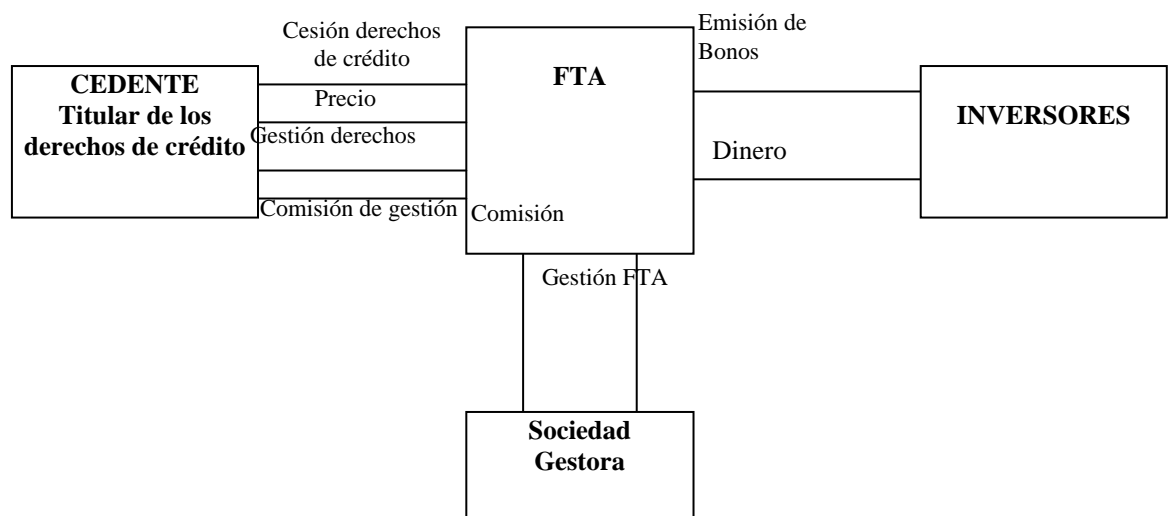
los Fondos, permitiendo estructuras flexibles. Por lo que se refiere al contenido, el activo se amplía a cualquier derecho de crédito y en el pasivo se prevé que se integren además de valores de renta fija préstamos concedidos por entidades de crédito.

Las normas citadas definen la Titulización atendiendo al resultado final de la operación, los Fondos de Titulización, pero la institución es más compleja y amplia que la mera consecuencia o instrumento y, por tanto, desde un punto de vista jurídico la definición debe ser completa.

Una posible definición de la institución en su conjunto podría ser la siguiente:

La Titulización de activos es una operación jurídica compleja por la que el titular de unos derechos de crédito presentes o futuros – cedente -, conservando, salvo pacto en contrario, la gestión de éstos, anticipa su cobro mediante la cesión de los mismos, a cambio de un precio, a un patrimonio sin personalidad – cesionario - denominado Fondo de Titulización, gestionado por una Sociedad Gestora de Fondos de Titulización, cuyo activo se integra por los derechos de crédito adquiridos y su pasivo por los valores de renta fija, calificados o no financieramente por agencias de “rating” (pagarés, bonos, obligaciones, etc.) que emite para ser suscritos por los inversores o, en su caso, préstamos, y de los que se obtiene el capital necesario para el pago al cedente.

La operación definida de una forma gráfica resultaría del modo siguiente:



La Titulización Sintética, en la que no hay cesión de los derechos de crédito por parte del acreedor originario, puede definirse como aquella operación jurídica compleja en la que el titular de derechos de crédito, conservando éstos en su activo, celebra con un Fondo de Titulización un contrato de derivado de crédito por el cual éste asume el riesgo de impago a cambio de una prima que se obliga a pagar el acreedor, estando constituido el activo del Fondo por la prima y, en su caso, por depósitos en entidades de crédito y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales, y el pasivo por los valores de renta fija que emita.

b) Naturaleza jurídica: Diferencia con los Fondos de Inversión. Diferencias con otras formas de financiación: “*project finance*” y “*factoring*”

b.1) Naturaleza jurídica: Diferencia con los Fondos de Inversión

La institución definida, en sus dos variantes, no puede encuadrarse en una categoría jurídica única, por cuanto concurren distintas figuras de naturaleza diversa en derecho que por su unión constituyen aquella, ni tampoco es posible asimilarla a alguna típica legalmente, lo que permite afirmar su singularidad desde un punto de vista jurídico.

En la Titulización no sintética la base de la operación, su origen, se encuentra en el contrato de cesión de créditos que el ordenamiento regula en los artículos 1526 a 1537 del Código Civil, mientras que en la Titulización sintética es la celebración del contrato de derivado de crédito, contrato atípico en nuestro ordenamiento, el que la origina.

La operación conlleva una consecuencia cual es la emisión de los valores de renta fija por el fondo y, en su caso, la admisión de éstos a cotización en mercados secundarios de

valores, esencial para la válida constitución del fondo, dado que con ello se integra el pasivo.

Por último, la naturaleza jurídica de los Fondos de Titulización puede precisarse mediante la comparación con los Fondos de Inversión. Estos últimos constituyen un patrimonio sin personalidad integrado por los valores en los que se invierten las aportaciones que realizan los partícipes a quienes corresponde la propiedad del fondo y su administración se lleva a cabo por una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, circunstancias que no se corresponden con las características recogidas en la definición de Fondos de Titulización formulada más arriba.

Los Fondos de Inversión son propiedad de los partícipes mientras que los Fondos de Titulización son, ellos mismos, los titulares de los derechos de crédito y demás activos que integran y deudores de los suscriptores de los valores de renta fija que emiten.

b.2) Diferencias con otras formas de financiación: “*project finance*” y “*factoring*”

En cuanto a las diferencias con otras formas de financiación, la Titulización de Activos debe distinguirse de las dos que, en principio, presentan una serie de caracteres parecidos. A saber, la financiación de proyectos, conocida como “*project finance*”, y el “*factoring*”.

Respecto del “*project finance*”, la Titulización presenta una serie de ventajas de las que carece la financiación de proyectos pura.

La Titulización permite a una empresa financiarse con sus créditos de clientes cualquiera que sea el origen y la calidad de éstos, de tal manera que la totalidad de los flujos de caja de la compañía pueden ser adquiridos por el fondo, circunstancia que el “*project finance*” trata de evitar, centrandó el origen de los recursos económicos para el pago de la financiación concedida en un solo origen, el proyecto que se financia.

En segundo lugar, la Titulización presenta una menor complejidad jurídica a la hora de establecer garantías de cobro en beneficio del prestador de los recursos, en el caso de la Titulización los bonistas, ya que, de acuerdo con la normativa específica, el fondo ostenta un derecho absoluto de separación en caso de concurso del cedente, deviniendo, además, propietario de los derechos de créditos que adquiere.

En el caso de la financiación de proyectos, es preciso el establecimiento y constitución de garantías especiales y específicas en beneficio del prestamista, lo que complica tanto la operativa como la propia operación.

En tercer lugar, la Titulización permite a las compañías financiarse en los mercados de capitales sin necesidad de cotizar en bolsa o emitir valores de renta fija, multiplicando sus vías de obtención de recursos y reduciendo el endeudamiento bancario.

En algunos casos y más en el momento que la nueva normativa bancaria entre en vigor, las entidades de crédito se van a ver imposibilitadas para conceder préstamos o prestar más a ciertas compañías por razón de su rating, circunstancia adversa que se podrá solventar mediante la articulación de estas operaciones mediante la constitución de fondos de Titulización.

En cuarto lugar, la Titulización, al establecerse como una financiación estructurada, permite a los cedentes financiarse más barato que a través de la financiación bancaria ordinaria o mediante “*project finance*”, dado que la estructuración posibilita la obtención de un rating para los bonos tan alto como sea preciso.

Sirvan como ejemplo varias operaciones que hemos ejecutado, en las que compañías que no alcanzaban siquiera el grado mínimo de solvencia, según el rating interno del banco prestamista, han conseguido financiarse por ese mismo banco a través de un fondo de Titulización, cuyo activo estaba integrado por los créditos con clientes de la compañía en

cuestión. Los bonos emitidos por el fondo de Titulización obtuvieron la máxima calificación crediticia por las dos principales agencias de rating mundiales.

La Titulización puede ser un instrumento muy adecuado para la gestión del cobro de los créditos con clientes, eliminando el riesgo de impago, y la obtención de liquidez; para articular sobre el fondo de Titulización el mecanismo de obtención de recursos para apoyar financieramente el plan de crecimiento de una empresa, incluso mediante la compra de otras...

Las diferencias con el “*factoring*” son también claras, aportando la Titulización una serie de ventajas de las que carece aquella forma de financiación.

La constitución de un fondo de Titulización para que funciones como un mecanismo financiero equivalente al “*factoring*” es perfectamente viable, si bien concede una serie de beneficios adicionales. A saber:

Primero, el fondo de Titulización permite establecer un sistema de financiación a medio o largo plazo, en función del diseño del fondo.

En segundo lugar, el coste de la operación está definido desde el inicio de la operación hasta su extinción, sin que se alteren las condiciones de la misma durante su vida.

En tercer lugar, el fondo de Titulización asegura a la empresa cedente el descuento de sus facturas de forma inmediata y en unas condiciones siempre iguales, sin verse sometida a los cambios en las exigencias de la entidad que presta el servicio de “*factoring*” y, desde luego, eliminado el rechazo de determinadas facturas, dado que el fondo adquiere todas las que cumplan los requisitos fijados en la documentación del mismo.

En definitiva, la Titulización otorga a los cedentes, esto es, las empresas que pretenden obtener financiación, las ventajas de las figuras con las que las hemos comparado pero, además, les conceden otras de las que aquéllas carecen.

En contra de la Titulización se han mantenido, básicamente, dos argumentos: su coste y su complejidad. Sin embargo, estos dos inconvenientes, con la situación actual de tipos de interés, las restricciones a las que se van a ver sometidas las entidades de crédito para la concesión de préstamos y el desarrollo del mercado de la Titulización en España, han desaparecido prácticamente.

El coste de una Titulización para una compañía, como regla casi sin excepción, es más bajo que el de una financiación bancaria ordinaria, si bien, hasta ahora, el diferencial entre una y otra no ha sido lo suficientemente amplio como para optar por la Titulización. Sin embargo, la tendencia alcista de los tipos de interés determinará que cada vez haya mayor diferencia entre las dos alternativas de financiación, todo ello en beneficio de la Titulización.

La complejidad de la Titulización tampoco es hoy un obstáculo. Ya son muchas las operaciones que se han llevado a cabo exitosamente y el conocimiento de la institución, tanto por los operadores del mercado como por las autoridades supervisoras, es profundo, determinando una agilidad en la preparación de cada operación de la que se carecía hace algunos años.

c) Clases

Las operaciones de Titulización son susceptibles de varias posibles categorizaciones en función de criterios diversos. En el presente artículo los criterios utilizados serán, sin perjuicio de otros igualmente válidos, los siguientes:

a) Créditos cedidos

b) Efectos de la Titulización

c) Estructura financiera de los Fondos de Titulización

La clasificación doctrinal resultaría del modo siguiente:

a) En función de los créditos cedidos al Fondo

1.- Titulización Hipotecaria: estas operaciones tienen por objeto créditos con garantía hipotecaria que reúnan los requisitos que establece la Sección Segunda de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, reguladora del Mercado Hipotecario.

2.- Titulización de Activos: los créditos adquiridos que constituyen el activo del fondo pueden tener cualquier origen, con o sin garantía, presentes o futuros.

A propósito de esta categoría de Fondos se ha planteado si podría constituirse un F. T. A. cuyo activo exclusivamente estuviera integrado por créditos hipotecarios que reunieran las características de la Sección Segunda de la Ley 2/1981.

En este sentido, y a pesar del carácter especial de la regulación de los F. T. H. en función de los caracteres exigidos legalmente a los créditos, la respuesta más adecuada parece ser afirmativa, dado que la normativa reguladora de los Fondos de Titulización Hipotecaria no establece que sólo a esta clase de fondos puedan incorporarse estos créditos hipotecarios y, en el mismo sentido, la regulación de los Fondos de Titulización de Activos prevé que cualquier derecho de crédito, con o sin garantía hipotecaria, cumpla o no con los requisitos de la citada Sección Segunda de la Ley 2/81, sean presentes o futuros, pueden ser adquiridos por ellos. En consecuencia y siempre que la operación no suponga un fraude de ley, los créditos hipotecarios aptos para constituir un F. T. H. pueden ser cedidos a un F. T. A..

b) En función del efecto que produce la Titulización

1.- Titulización ordinaria o material: esta categoría supone una transmisión real de los créditos por parte del acreedor originario, cedente-originador, a favor del Fondo a cambio

de un precio, de tal manera que aquéllos salen del balance de aquél para integrar el activo de éste.

La cesión de los créditos conlleva la transferencia no sólo de la titularidad, sino también del riesgo de impago que generan que se traslada a los suscriptores de los valores de renta fija que emite el fondo y que constituyen su pasivo.

2.- Titulización Sintética: esta forma de Titulización se diferencia de la anterior en que no hay transferencia de los créditos por parte del acreedor, que los conserva en su balance, sino que tan sólo se transfiere el riesgo de impago, mediante la celebración de un contrato de “*derivado de crédito*”, por el cual el fondo lo asume a cambio del cobro de una prima.

c) En función de la estructura financiera de la operación

1.- Fondos cerrados: son fondos cerrados aquéllos cuyo activo y pasivo se mantiene inalterado desde su constitución, de tal manera que ni incorpora nuevos créditos en el activo ni emite nuevas series de valores de renta fija por su pasivo.

Estos fondos tienen, en consecuencia, una estructura financiera rígida que permanece estática desde la constitución hasta su extinción.

2.- Fondos abiertos: son fondos abiertos aquellos cuya estructura financiera es flexible y cambiante, de manera que tanto por el activo como por el pasivo, pueden producirse modificaciones durante la vida del fondo al incorporarse nuevos créditos y/o emitirse nuevos valores por el pasivo.

Las combinaciones en este tipo de estructuras financieras son todas las posibles, esto es, abierta sólo por el activo o sólo por el pasivo o tanto por el activo como por el pasivo.

Las estructuras abiertas sólo son legalmente posibles para los Fondos de Titulización de Activos. El artículo 4 del Real Decreto 926/98 de Fondos de Titulización de Activos dispone que *“se considerarán fondos abiertos aquellos cuyo activo, pasivo o ambos puedan modificarse después de la constitución del fondo en algunas de las formas siguientes:*

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

La escritura pública de constitución de un fondo abierto deberá especificar cuáles de las características señaladas concurrirán en él”.

III.- REGIMEN JURÍDICO DE LA TITULIZACIÓN

La Titulización se introduce en el ordenamiento jurídico español por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, referida en este caso sólo a los préstamos hipotecarios y con el objetivo, según la Exposición de Motivos de la propia Ley, de permitir a las Entidades de crédito *“una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas,, y contribuirá a abaratar los préstamos para la adquisición de viviendas.”*

Sin embargo, desde este primer antecedente normativo nuestra regulación ha evolucionado, permitiendo hoy “titulizar” cualquier clase de derecho de crédito, ya sea presente o futuro, e incluso, con la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, la “Titulización Sintética” en la que, como más arriba

se expone y por contraposición a la “Titulización ordinaria”, sólo se transfiere el riesgo de impago inherente a los créditos, conservando el titular éstos que no salen de su balance.

El régimen jurídico de la materia será expuesto distinguiendo entre Titulización Hipotecaria, Titulización de Activos y Titulización Sintética, si bien las dos primeras se exponen conjuntamente por sus semejanzas.

A) Titulización Hipotecaria y Titulización de Activos

El régimen jurídico de la materia se encuentra recogido en normas de rango legal y reglamentario específicas para cada clase de fondos.

La norma reguladora de los Fondos de Titulización Hipotecaria está constituida por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, cuyo artículo 5, como se indica anteriormente, introduce en nuestro derecho la figura estudiada.

La Titulización de Activos aparece regulada 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 de Fondos de Titulización, cuyo apoyo legal se encuentra en el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/93, de 26 de febrero, sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo y en la Disposición Adicional quinta de la Ley 3/94, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, lo que supuso un claro avance al extender la Titulización a toda clase de créditos, incluso los futuros, además de prever una variedad de estructuras financieras que permitían adaptarse a las circunstancias propias de cada operación.

En todo lo no previsto por el Real Decreto 926/98 para los F.T.A. regirá, de conformidad con su artículo 1.2, lo establecido por la Ley 19/92 para los Fondos de Titulización Hipotecaria “*en tanto resulten de aplicación, atendiendo a su naturaleza específica*”.

El estudio del marco normativo parte del análisis por separado de los siguientes elementos que conforman la institución:

a) Elementos subjetivos

1.- “Originador”: el originador de la operación es el titular de los derechos de crédito que constituirán el activo del fondo de Titulización.

En el caso de la Titulización Hipotecaria esta cualidad recae en el emisor de las participaciones hipotecarias y, en consecuencia, sólo podrán ser las entidades a que se refieren los artículos 1 y 2 la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, dado que sólo a ellas les está permitido emitir los títulos regulados por esta Ley.

Por el contrario, la Titulización de Activos no limita subjetivamente la cualidad de originador, sino que permite que cualquiera pueda adoptar esta condición con el único requisito previo de ser titular de derechos de crédito presentes o que vaya a serlo, en el caso de los derechos de crédito futuros.

La tendencia indica que cada vez serán más las empresas no financieras que acudan a la titulación como forma de financiación, como de hecho ya está ocurriendo en España o ha ocurrido en otros países de nuestro entorno como Inglaterra donde varios clubes de fútbol (vgr. Tottenham Hotspur, Leicester City entre otros) han llevado a cabo operaciones con éxito.

En relación con los originadores, las operaciones de Titulización permiten la concurrencia de varios para la constitución de un “*fondo multicedentes*”, de tal manera

que éste se constituye por la adquisición de los derechos de crédito que pertenecen a cada uno de ellos. En cualquier caso, cada uno de los cedentes debe cumplir las condiciones exigidas por la normativa especial para la realización de estas operaciones.

2.- Fondo de Titulización: Hipotecario (F.T.H.) o de Activos (F.T.A.)

El F.T. aparece como el segundo elemento subjetivo en estas operaciones, a pesar de carecer de personalidad jurídica y tener un carácter instrumental.

El artículo 5 de la Ley 19/92, en su apartado primero, y el artículo 1.1 del Real Decreto 926/98 definen los Fondos de Titulización como “*patrimonios separados*”, “*carentes de personalidad jurídica*” integrados por un activo y un pasivo.

El artículo 5 de la Ley 19/92, y en el mismo sentido el Real Decreto 926/98, destaca la condición instrumental del fondo como medio para la “*emisión de los valores a que se refiere este artículo*”.

La composición de los Fondos de Titulización está integrada por un activo que, dependiendo de que se trate de F.T.H. o F.T.A. serán participaciones hipotecarias o cualquier derecho de crédito, y por un pasivo que en ambos casos estará constituido por valores de renta fija y en el de los F.T.A. podrán además incluirse préstamos bancarios o aportaciones de inversores institucionales.

Ya se trate de F.T.H. o de F.T.A., el fondo debe mantener un equilibrio financiero entre el activo y el pasivo, de tal manera que como dispone el artículo 5 de la Ley 19/92 el valor neto patrimonial del fondo sea nulo y, en el mismo sentido, el artículo 11.b) del Real Decreto 926/98 que entre las causas de extinción de los Fondos de Titulización de Activos prevé la imposibilidad de mantener su equilibrio patrimonial.

3.- Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización.

Los Fondos de Titulización, al carecer de personalidad jurídica necesitan ser administrados y representados por terceros. Esta función la desarrollan las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización, que el artículo 6 de la Ley 19/92 y el artículo 12 del Real Decreto 926/98 definen como “*sociedades gestoras especializadas*” en la gestión de aquéllos, “*que tendrán en ésta su objeto exclusivo*”.

Las funciones de las sociedades gestoras incluyen la constitución del propio fondo, “*la administración y representación legal de uno o más fondos*” y, en calidad de gestor 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*”.

La creación de Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización “*requerirá la autorización del Ministro de Economía, que se otorgará previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”.

Con posterioridad a su autorización, como requisito previo para el inicio de su actividad, “*deberán inscribirse en el Registro Especial abierto al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”.

La Ley 19/92 sujeta a las sociedades gestoras y los fondos de Titulización hipotecaria que se inscriban a la supervisión e inspección y, en su caso, sanción por la C.N.M.V.. El artículo 20 del Real Decreto 926/98 extiende este régimen jurídico a los Fondos de Titulización de Activos.

Este Real Decreto establece un régimen jurídico pormenorizado para las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización y, particularmente, regula las condiciones para el ejercicio de su actividad y el régimen de la renuncia o sustitución de la sociedad gestora.

4.- Titulares de los valores de renta fija que se emitan por los Fondos de Titulización

Por último, los titulares de los valores de renta fija que se emitan por los Fondos deben ser considerados como elemento subjetivo a tener en cuenta dentro de la institución.

Los suscriptores de los valores que emite el fondo proporcionan los recursos necesarios para realizar el pago al cedente del precio de los créditos incorporados al activo del fondo y producen el desplazamiento del riesgo de impago de los créditos del titular originario a éstos últimos que gozan de la garantía que les confieren las participaciones hipotecarias o los derechos de crédito del activo.

La posición jurídica que ostentan los titulares de los valores emitidos es la que se determina en la escritura de constitución del fondo, en la que se establecen las condiciones de la emisión de los valores de renta fija, esto es, el conjunto de derechos y obligaciones de cada serie de valores.

Los suscriptores de los valores emitidos corren con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 5.8 de la Ley 19/92, *“con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecidas para las distintas series de valores en la escritura de constitución del fondo”*, y en el artículo 2.2, letra b) del Real Decreto 926/98 para los F.T.A..

El artículo 5.8 in fine de la Ley 19/92 y el artículo 12.3 del Real Decreto 926/98, en relación con la posición de los titulares de los valores emitidos respecto de la sociedad gestora que por Ley tiene atribuida la defensa y representación de sus derechos, señala que aquéllos *“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”*.

La normativa vigente, tanto la relativa a F.T.H. como la de F.T.A., no ha previsto la creación de un Sindicato de Titulares de Valores emitidos por fondos de Titulización como instrumento para la mejor defensa de los derechos e intereses de aquéllos en parangón con lo establecido en los artículos 295 y siguientes la Ley de Sociedades Anónimas o en los artículos 7 y siguientes de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de emisiones de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindicato de obligacionistas, lo que plantea si es posible su previsión y establecimiento.

La falta de previsión legal no debe ser interpretada como una prohibición o exclusión de su existencia, sino más bien como no exigible para la realización de la emisión, pudiéndose, en consecuencia, si se considera adecuado a las circunstancias de la operación, prever su constitución y funcionamiento durante la vida del fondo.

b) Elementos objetivos

Los elementos objetivos propios de las operaciones de Titulización son dos. A saber: los créditos que se incorporan al activo del fondo y los valores que se emiten por éste.

1.- Créditos

En este punto, es preciso distinguir entre Fondos de Titulización Hipotecaria y de Activos.

i) Fondos de Titulización Hipotecaria

En el caso de los Fondos de Titulización Hipotecaria, el artículo 5. 4 de la Ley 19/92 establece que *“las participaciones hipotecarias agrupadas en los Fondos, además de corresponder a préstamos que reúnan los requisitos establecidos en la Sección segunda*

de la Ley 2/1982, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, deberán tener un vencimiento igual al de los préstamos participados”.

El precepto reproducido, en consecuencia, considera únicamente aptos para la constitución de esta clase de fondos a los créditos comprendidos dentro de la Sección Segunda de la Ley 2/81, de tal manera que cualesquiera otros que, aun gozando de garantía hipotecaria, no estén incluidos en aquélla, no podrán constituir F.T.H., sin perjuicio de, como veremos, poder incorporarse a Fondos de Titulización de Activos.

Los créditos propios de los F.T.H. deben cumplir los siguientes requisitos, según lo dispuesto por el artículo 5.4 de la Ley 19/92:

a) Destino del préstamo: financiar 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, según lo establecido en el artículo 4 de la Ley 2/82 reguladora del Mercado Hipotecario.

b) Garantía: en todo caso deberán estar garantizados con primera hipoteca sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca, de tal manera que si sobre el mismo inmueble existieran otras hipotecas o estuviere afecto a prohibiciones de disponer, condición resolutoria o cualquier otra limitación del dominio habrá de procederse a su cancelación o a la posposición de la hipoteca (artículo 5.1 Ley 2/82).

c) Porcentaje del préstamo en relación al valor del bien hipotecado: el importe del préstamo no podrá exceder del 60 % del valor de tasación del bien hipotecado, salvo que se trate de préstamos para la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, en cuyo caso el préstamo podrá alcanzar el 80 % del valor de tasación (artículo 5, párrafos primero y segundo Ley 2/82).

El activo de los F.T.H. se integra por las participaciones hipotecarias emitidas por el titular de los créditos hipotecarios que regula la Ley 2/1981 de regulación del Mercado

Hipotecario. En concreto, el artículo 15 de esta última Ley dispone que *“las Entidades a las que se refiere el artículo 2º podrán hacer participar a terceros en todo o en parte de uno o varios créditos hipotecarios de su cartera, mediante la emisión de títulos valores denominados participaciones hipotecarias”*.

El precepto anterior determina que los créditos susceptibles de ser participados por medio de estos títulos comprenden todos los que integran la cartera de las entidades de crédito y no sólo los que reúnen las condiciones de la Sección segunda de la Ley 2/81 del Mercado Hipotecario. La Ley 2/82 del Mercado Hipotecario cuando regula en su artículo 11 la emisión de cédulas y bonos hipotecarios sólo considera aptos para servir de contravalor a estos valores a los créditos hipotecarios que cumplan con todas las previsiones de la meritada Sección Segunda, lo que permite concluir que si la Ley 2/82 del Mercado Hipotecario hubiera querido que las participaciones hipotecarias sólo hubieran tenido por objeto créditos de su Sección Segunda lo habría así establecido.

La exigencia del cumplimiento de los requisitos citados más arriba se establece por la Ley 19/92 específicamente para la constitución de Fondos de Titulización Hipotecaria pero sin que de ello se pueda deducir que los únicos créditos hipotecarios susceptibles de ser movilizados mediante participaciones hipotecarias deban corresponderse con los descritos en la Sección segunda de la Ley 2/81 del Mercado Hipotecario.

La cuestión anterior planteaba discrepancias antes de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de Reforma del Sistema Financiero, puesto que se habían realizado emisiones de participaciones hipotecarias sobre carteras de créditos que no reunían los caracteres de la Sección segunda de la Ley 2/81 del Mercado Hipotecario para su incorporación a Fondos de Titulización de Activos.

Sin embargo, la Ley 44/02 en su artículo 18 bajo la rúbrica de *“Ampliación del objeto de la participación hipotecaria”* resolvió las dudas que habían surgido al regular los *“certificados de transmisión de hipoteca”* para la movilización de créditos hipotecarios distintos de los cualificados legalmente por la Sección Segunda de la Ley 2/81,

confiriéndoles igual contenido jurídico que a las participaciones hipotecarias, a la vez que permitía su incorporación a los Fondos de Titulización de Activos.

Las condiciones en las que ha de realizarse la emisión de participaciones hipotecarias y los derechos que otorgan a su titular son los que se determinan en el propio artículo 15 de la Ley 2/81 del Mercado Hipotecario, en el que se detallan igualmente las obligaciones que pesan sobre el emisor de aquéllas.

Una consecuencia importante a tener en cuenta es la relativa al régimen de transmisión de las participaciones hipotecarias por parte del emisor al Fondo, respecto de la que surge una diferencia clara entre F.T.H. y F.T.A..

Las participaciones hipotecarias, como título valor que son y de acuerdo con el artículo 22 de la Ley 2/81 del Mercado Hipotecario, *“serán transmisibles por cualesquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público ni notificación al deudor. Cuando sean nominativos podrán transmitirse por declaración escrita en el mismo título. En caso de que los títulos sean al portador, se presumirá que el propietario de los mismos es el último preceptor de intereses”*.

La incorporación de las participaciones hipotecarias tiene lugar mediante la venta de las mismas por parte del emisor al fondo, a través de la sociedad gestora que contrata por cuenta de aquél. En estos supuestos no tiene lugar la constitución del fondo por la celebración de un contrato de cesión de créditos con garantía hipotecaria entre el acreedor hipotecario y el fondo, sino que se transmiten las participaciones hipotecarias, títulos valores, con los derechos que legalmente tienen reconocidos para el adquirente y las obligaciones para el emisor.

ii) Fondos de Titulización de Activos

ii.1.- Derechos de crédito

La normativa sobre F.T.A. supuso, como se dice en la propia Exposición de Motivos del Real Decreto 926/98, un avance muy importante puesto que se admitió que el activo se integrara *“tanto por activos financieros como otros derechos, admitiendo tanto la cesión de créditos presentes como la de futuros”* y, de esta forma, superar el alcance de los Fondos de Titulización Hipotecaria que sólo comprendían determinados créditos hipotecarios.

En relación con el activo de estos fondos, el artículo 2 del Real Decreto 926/98 dispone que *“podrán incorporarse a un Fondo de Titulización de Activos de naturaleza homogénea que pertenezcan a alguna de las categorías siguientes:*

a) Derechos de crédito que figuren en el activo del cedente.

b) Derechos de crédito futuros que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando de forma inequívoca, la cesión de la titularidad.”

El artículo reproducido fija el ámbito objetivo propio de la Titulización de activos, en el que se incluyen cualesquiera derechos de crédito sin limitación alguna, lo que permite utilizar esta institución sin más límite que la viabilidad económica de la operación concreta.

El artículo citado distingue entre los derechos de crédito presentes y los futuros. Los primeros son aquéllos que ya se encuentren en el activo del cedente, esto es, los que ya han nacido. Los segundos comprenden todos los derechos de crédito que aún no han nacido y por tanto no se encuentran en el activo del cedente.

El criterio utilizado para diferenciar a los primeros de los segundos debe ser el principio contable del devengo, de tal manera que debe entenderse por crédito futuro todo aquél

que aún no ha sido devengado y, por tanto, no puede ser objeto de contabilización actual en el Debe del balance del cedente.

Los derechos de crédito futuros plantean una serie de cuestiones que merecen un estudio pormenorizado.

ii.2.- Derechos de crédito futuros

La primera cuestión que debe ser analizada es la relativa al concepto de crédito futuro que el Real Decreto 926/98 no define, sin perjuicio de limitar cuáles de ellos pueden incorporarse a Fondos de Titulización de Activos.

Por crédito futuro se entiende todo aquél que todavía no ha nacido o, como decíamos más arriba, el que aún no ha sido devengado.

El artículo 2.1 del R. D. 926/98 considera, sin embargo, únicamente aptos para integrar el activo de los F.T.A. a aquellos derechos de crédito futuros que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, lo que limita a los que cumplan estas condiciones la aptitud para constituir Fondos de Titulización de Activos.

Las condiciones impuestas por el precepto alcanzan no sólo a la cuantía de un modo abstracto, sino también y de forma más importante, a su existencia, ya que para poder calcular aproximadamente su importe es indispensable partir de una realidad económica y jurídica definida y cierta que revele una alta probabilidad de existencia de los derechos. Desde un punto de vista negativo, el precepto viene a excluir cualesquiera otros derechos de crédito futuros que carezcan de una realidad causante efectiva.

La interpretación del artículo 2.1 del Real Decreto 926/98 plantea cuestiones jurídicas varias pero, probablemente, una de las más trascendentes es la relativa al alcance de la Orden Ministerial previa para la cesión de derechos de crédito futuros distintos de los del cobro del peaje por parte del concesionario de autopistas.

El artículo 2.1, letra b) del Real Decreto 926/98 dispone lo siguiente:

“b) Derechos de crédito futuros que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando de forma inequívoca, la cesión de la titularidad.

Se entenderán incluidos en el presente apartado:

1.º El derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, en los términos de la disposición adicional quinta de la Ley 8/1972, del 10 de mayo, sobre construcción, conservación y explotación de las autopistas en régimen de concesión, conforme a lo prescrito en el artículo 157 de la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. En este marco, se atenderá a las reglas especiales en cuanto a la autorización administrativa pertinente y al régimen jurídico aplicable a la concesión.

2.º Los restantes derechos de naturaleza análoga a los anteriores que se determinen por Orden del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Departamento Ministerial por razón de la materia. Dicha determinación específica, que será objeto de publicación en el <<Boletín Oficial del Estado>>, establecerá, en su caso, las condiciones de la cesión a un Fondo de Titulización de Activos”.

Este artículo, particularmente su último párrafo, ha sido interpretado en el sentido de considerar imprescindible una Orden Ministerial de Economía y Hacienda para que pudieran ser cedidos cualesquiera derechos de crédito futuros a un Fondo de Titulización de Activos, de tal manera que sin la referida O.M., en la que se determinara exhaustivamente qué derechos y en qué condiciones debería hacerse la cesión, ningún derecho de crédito futuro, cualquiera que sea su origen, podría ser incorporado a un F.T.A..

Esta postura se fundamenta en la consideración de que la expresión “*los restantes derechos de naturaleza análoga a los anteriores*” comprende cualquier derecho de crédito futuro, esto es, se remite a la letra b) del artículo 2.1 del Real Decreto y no al punto primero inmediato.

Sin embargo, esta interpretación no parece indubitada, sino que es posible otra que, de acuerdo con criterios lógicos, sistemáticos, teleológicos, gramaticales y ajustados a la realidad socioeconómica en la que la norma ha de ser aplicada, contradice aquélla y sitúa el alcance de la previsión en unos términos más estrictos.

La expresión del punto 2.º de la letra b), del artículo 2.1 del Real Decreto “*restantes derechos de naturaleza análoga a los anteriores*” podría entenderse referida a los derechos de crédito citados inmediatamente antes en el punto precedente, esto es, los derechos de cobro del concesionario de autopistas de peaje. Dentro de los derechos de naturaleza análoga a los anteriores no deben comprenderse cualesquiera derechos de crédito futuros, sino sólo aquéllos análogos por su origen a los del concesionario de autopistas de peaje (vgr. concesionarios de gestión de puertos o aeropuertos, etc.). Estos y aquéllos tienen su causa en una concesión administrativa, donde la intervención de la administración pública es decisiva y, por ello, el Real Decreto exige informe, en su caso, del Departamento competente por razón de la materia, siendo éste el que otorgue la concesión.

La consecuencia de la interpretación expuesta, a *sensu* contrario, es que en todos aquellos supuestos de créditos futuros donde la intervención administrativa no tenga lugar, la exigencia de una Orden Ministerial no tiene cabida, resultando libre su transmisión a un Fondo de Titulización de Activos, y rigiendo en este caso la normativa del Código Civil sobre la cesión de créditos y sobre venta de cosa futura.

Un ejemplo puede ayudar a sostener la interpretación mantenida en este artículo. En el caso de un concesionario, sea de autopistas de peaje o de cualquier otra obra pública

susceptible de explotación, el régimen jurídico de la relación está cualificado por la intervención de la administración concedente, de tal manera que desde su origen hasta su extinción se ve modulado por ella y, en consecuencia, la transmisión de los derechos del concesionario a favor de un tercero extraño al contrato de concesión deba ser supervisada y, en su caso, autorizada por la administración.

Sin embargo, en una relación jurídica estrictamente privada, como puede ser el arrendamiento de viviendas o locales de negocio, la intervención administrativa es inexistente en su origen, durante su vida y en su extinción. No existe. Es la voluntad de las partes la que fija el alcance de aquélla. Siendo así, se plantean varias interrogantes relativas a, primero, la razón por la que ha de pronunciarse un Departamento Ministerial sobre la cesión de los derechos de crédito futuros que se devenguen durante la vida del arrendamiento y, en segundo lugar, el Departamento Ministerial que resultaría competente.

La respuesta a las preguntas formuladas sostiene la interpretación expuesta que limita el alcance de la Orden Ministerial al excluir de su ámbito los derechos de crédito que surjan de relaciones jurídicas privadas.

En conclusión, sólo en los casos de cesión de créditos futuros de análoga naturaleza a los del cobro del peaje por el concesionario de autopistas la Orden Ministerial cobra todo su sentido por cuanto la Administración se reserva la potestad de fijar qué derechos de los que surjan por su intervención pueden ser cedidos a un Fondo de Titulización de Activos y en qué condiciones, resultando así la opinión del Departamento ministerial interesado pertinente en este caso.

No obstante lo anterior, la discusión jurídica suscitada con relación a este tema ha quedado resuelta mediante la publicación de la Orden EHA 3536/2005, de 10 de noviembre, relativa a los derechos de crédito futuros susceptibles de Titulización y las condiciones en la que la misma se debe producir.

En este sentido, el punto segundo de la citada Orden establece los derechos de crédito susceptibles de Titulización, que sin embargo no debe interpretarse a nuestro entender como exhaustiva sino que, por mor de lo expuesto anteriormente, con carácter general y, particularmente, con fundamento en la letra f) de este mismo punto, permite la incorporación de otros derechos de crédito futuros distintos de los expresamente contenidos en las letras que reproduciremos, siempre, como no puede ser de otro modo, reúnan las condiciones económicas y jurídicas que permitan su calificación como verdaderos créditos futuros y no se trate, en expresión de nuestro Tribunal Supremo, de “*meros sueños de ganancia*”.

El punto segundo de la Orden Ministerial es del siguiente tenor literal:

“Podrán incorporarse a un fondo de Titulización de activos los siguientes derechos de crédito futuros:

a) El derecho del arrendador al cobro de las cantidades debidas en virtud del contrato de arrendamiento.

b) Los frutos o productos derivados de todos o alguno de los derechos de explotación de una obra o prestación protegida, de acuerdo con lo establecido en el Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual, o de la normativa que resulte aplicable en el caso de obras o prestaciones protegidas cuyo país de origen no sea España, y en los términos recogidos en dicha normativa.

c) Los frutos o productos derivados de la explotación de una marca o de un nombre comercial, siempre que la marca o nombre comercial se hallen debidamente registrados en los términos establecidos en la Ley 17/2001, de 7 de diciembre, de Marcas, o bien, siempre que cumplan lo dispuesto en la normativa extranjera que resulte aplicable.

d) Los frutos o productos derivados de la explotación del diseño industrial, siempre que el diseño industrial se halle debidamente registrado en los términos establecidos en la Ley 20/2003, de 7 de julio, de Protección Jurídica del Diseño Industrial, o bien, siempre que cumplan lo dispuesto en la normativa extranjera que resulte aplicable.

e) Los frutos o productos derivados de la explotación de una patente, de un modelo de utilidad o de un derecho de propiedad industrial de naturaleza análoga, siempre que la patente, el modelo de utilidad o el derecho de propiedad industrial se hallen debidamente registrados en los términos establecidos en la Ley 11/1986, de 20 de marzo, de Patentes, o bien, siempre que cumplan lo dispuesto en la normativa extranjera que resulte aplicable.

f) El derecho al cobro de la contraprestación de la venta o suministro de bienes o la prestación de servicios, de tracto único o sucesivo, que dé lugar a flujos de pagos de naturaleza recurrente o puntual, siempre que dicha magnitud pueda ser conocida o estimada.

g) El derecho de crédito futuro que corresponda por los ingresos derivados de préstamos, créditos u otro tipo de financiaciones, como los que derivan para el financiador de las disposiciones efectuadas por el acreditado en virtud de contratos de crédito. Asimismo, se entiende incluido el derecho que corresponda a la entidad de crédito cuando financie a cualquiera de las partes que intervengan en las operaciones de la letra f) de este mismo apartado y, en su caso, a los terceros que se subroguen en la posición contractual de cualquiera de ellas.

h) El derecho del usufructuario o titular de otro derecho real limitado, en cuanto al valor económico del usufructo o del derecho en cuestión”.

Admitida sin duda la posibilidad de que los derechos de crédito futuros pueden incorporarse al activo de los Fondos de Titulización de Activos, surge una cuestión importante: la forma en la que debe tener lugar la cesión al F.T.A.

Además de la posibilidad de impago de todo derecho de crédito, los créditos futuros conllevan dos riesgos adicionales en función de su naturaleza. El primero, el riesgo de existencia, surge debido a la incertidumbre que supone el futuro, esto es, no hay certeza de que el derecho de crédito llegue a ser devengado. El segundo riesgo se refiere a la cuantía de los efectivamente nacidos.

El Real Decreto 926/98 al regular los derechos de crédito futuros establece una serie de previsiones especiales que tratan de adaptar la norma general a la realidad particular de los citados derechos.

El artículo 2.2, letra b) del R. D. 926/98, al establecer las condiciones objetivas en las que debe tener lugar la cesión de los derechos de crédito que ya figuran en el activo del cedente, señala que éste no podrá conceder ninguna garantía al cesionario ni asegurar el buen fin de la operación, lo que, *a sensu contrario*, puede ser interpretado en el sentido de que si se trata de la cesión de créditos futuros, el cedente sí que puede otorgar garantías al cesionario ex artículos 3, 4.2 y 1529 del Código Civil.

No obstante lo anterior, el alcance de la interpretación expuesta, aun siendo correcto desde un punto de vista abstracto, debe limitarse por la propia naturaleza y regulación de la institución que estudiamos. El otorgamiento de garantías sobre el buen fin de la operación, sobre la solvencia del deudor, resulta opuesto a la normativa especial, ya que ésta prevé que en todo caso el riesgo de impago de los créditos se transfiera por medio de la suscripción de los valores de renta fija que emite el Fondo a los titulares de éstos y así lo ha dejado patente la propia Orden EHA 3536/2005 cuando en el apartado 3, de su punto Tercero señala que “...sin que en ningún caso, el cedente pueda responder, frente al fondo de Titulización, de la solvencia del futuro deudor cedido”.

Esta postura normativa es la más adecuada a la naturaleza de la institución jurídica que la Titulización constituye, ya que si el cedente asegurara el buen fin de la operación, el riesgo de impago no sería asumido por aquéllos, sino que lo mantendría el acreedor originario, lo que es incompatible con la esencia de la Titulización. Por tanto, las garantías que el cedente de los derechos de crédito futuros a un Fondo de Titulización de Activos sólo son aquéllas que se refieran a la existencia del derecho en el futuro y a la cuantía estimada que éstos alcancen realmente, a pesar de que el inciso final del artículo 2.2, letra a, 3º del Real Decreto induce a confusión cuando establece que en las memorias anuales se hará referencia a las cesiones de derechos de crédito futuros con expresión, en estos casos, de “todo tipo de operaciones que aseguren el buen fin del proceso de

cesión”, lo que debe ser interpretado como relativo a la efectiva transmisión del crédito, no a la solvencia del deudor y en este sentido el último apartado del punto Tercero de la Orden EHA 3536/2005 se pronuncia de forma explícita.

Esta interpretación tiene indudable trascendencia sobre el contrato de cesión de los derechos de crédito futuros al Fondo, por cuanto permite la doble posibilidad de que el contrato se celebre a riesgo y ventura del comprador o, por el contrario, del vendedor.

En cualquiera de los casos anteriores, el cedente tiene durante la vigencia del contrato de cesión de créditos futuros la obligación de actuar de manera diligente en las relaciones jurídicas causantes de los referidos derechos, con el objeto de procurar que éstos lleguen a nacer.

Respecto de las previsiones sobre quién debe asumir el riesgo en el contrato, el Real Decreto 926/98 no opta por ninguna de las alternativas expuestas. Su artículo 8, referente a los informes de auditoría y expertos, se limita a precisar que *“en el caso de derechos de crédito futuros, el informe – entiéndase de los auditores de cuentas o de la sociedad gestora ex art. 5.1,c R.D. 926/98 - versará sobre la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para la estimación de los ingresos o flujos futuros de fondos, la posibilidad de concurrencia de tales ingresos parámetros o variables, la determinación de su valor, actual o presente, así como de los procedimientos y parámetros utilizados para su actualización”*. En el mismo sentido, el artículo 2.2, letra a, apartado 3º establece que el cedente deberá informar en la memoria anual de todas las operaciones de cesión de créditos futuros que afecten a ese ejercicio, dando cuenta de *“todo tipo de operaciones que aseguren el buen fin del proceso de cesión”*, lo que debe completarse con lo que dispone el apartado 3 del punto Tercero de la Orden EHA 3536/2005, cuando señala que *“el riesgo económico o riesgo de variación de los importes reales de los derechos de crédito generados respecto de los importes previstos en el momento de la cesión, podrá ser asumido total o parcialmente por el cedente...”*.

La normativa reproducida no se decanta por ninguna posibilidad al respecto, admitiendo las dos posibilidades en su grado más intenso.

Por nuestra parte, siguiendo la tradición de nuestra más autorizada doctrina civilista nos decantamos por la postura que mantiene que la venta de cosa futura debe realizarse a riesgo y ventura del vendedor, esto es, dentro de la modalidad denominada “*emptio rei speratae*”, que permite y determina que efectivamente exista reciprocidad en las prestaciones de las partes que el contrato conmutativo y sinalagmático que la cesión de créditos futuros es. Esta modalidad permite ajustar el precio a los derechos de crédito devengados a la cuantía prevista en el momento de la cesión. La postura contraria, esto es la modalidad “*emptio spei*”, podría ser calificada como un negocio jurídico aleatorio, lo que podría resultar poco apto para este tipo de operaciones.

ii.3) Contrato de cesión de créditos

La incorporación de los derechos de crédito al Fondo tiene lugar en este caso, a diferencia con los F.T.H. no mediante un título valor que adquiere el fondo, sino a través del contrato de cesión de créditos que regula el Código Civil en sus artículos 1526 a 1536.

El Real Decreto 926/98 establece en su artículo 2.2 los requisitos que deberá cumplir el contrato por el que se realice la cesión de créditos, siendo de orden subjetivo, objetivo y formal.

1) De carácter subjetivo

El precepto citado establece las condiciones necesarias que debe reunir el cedente para poder transmitir al Fondo los derechos de crédito, sin perjuicio de la facultad de la C.N.M.V. de exonerar del cumplimiento de alguno de ellos en los casos previstos.

El artículo 2.2, letra b) dispone lo siguiente:

“1.º El cedente deberá disponer con carácter general de, al menos, cuentas auditadas de los tres últimos ejercicios, con opinión favorable en el último. Dicho requisito podrá exonerarse por la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando la entidad cedente sea de reciente constitución.

2.º Sin perjuicio del cumplimiento por parte del cedente de la obligación general de depósito de las cuentas anuales en el Registro Mercantil, aquel deberá depositar sus cuentas anuales en la Comisión Nacional del Mercado de Valores al objeto de dar publicidad a las mismas.

Estos dos requisitos podrán exonerarse cuando el garante o deudor de los activos objeto de cesión sea el Estado, una Comunidad Autónoma o un organismo internacional de los que España sea miembro.

3.º El cedente deberá informar en todas las memorias anuales acerca de las operaciones de cesión de derechos de crédito futuros que afecten a los ejercicios respectivos, incluyendo todo tipo de operaciones que aseguren el buen fin del proceso de cesión”.

2) De carácter objetivo

El Real Decreto 926/98, en su artículo 2.2, letra b), establece la necesidad del cumplimiento de los requisitos de carácter objetivo sólo cuando se trate de cesiones de derechos de crédito presentes, eximiendo, en consecuencia, a los contratos de cesión de derechos de créditos futuros de su cumplimiento.

Los requisitos que deben cumplirse son los siguientes:

“1.º Que la cesión de los activos sea plena e incondicional y por la totalidad del plazo remanente hasta su vencimiento.

2.º Que el cedente no conceda ninguna garantía al cesionario ni asegure el buen fin de la operación.

En cualquier caso, el cedente conservará la administración y gestión del crédito, salvo pacto en contrario”.

El establecimiento de los requisitos objetivos citados en la cesión depara consecuencias fundamentales que cualifican la operación y que constituyen las bases sobre las que se sostiene la institución.

El primer requisito que el artículo reproducido establece se refiere a las condiciones en las que tiene que realizarse la cesión de los derechos de crédito. Esta ha de ser plena e incondicional, lo que determina, por un lado, que los derechos de crédito deben salir efectivamente del patrimonio del cedente para incorporarse al del Fondo y, por otro, que la cesión ha de ser pura y simple, no admitiéndose condición suspensiva o resolutoria alguna. La inadmisión de las condiciones suspensivas implica que el contrato de cesión perfeccionado no se ve limitado en su eficacia que se despliega inmediatamente. La imposibilidad de pactar condiciones resolutorias tiene por finalidad asegurar que los derechos objeto del contrato y que integran el Fondo no vuelvan al cedente en ningún caso, dado que pretende transferir de forma irrevocable el riesgo de impago de los créditos del acreedor originario a los titulares de los valores de renta fija que emita el Fondo, circunstancia que no concurriría de modo seguro si se incluyesen condiciones que permitieran resolver la cesión.

Igualmente, el precepto señala que la cesión no puede hacerse limitada en el tiempo, sujeta a plazo, sino que los derechos de crédito se ceden por la totalidad del tiempo remanente hasta su vencimiento. La exigencia presente viene a afirmar la salida irreversible de los créditos cedidos del patrimonio del cedente.

La determinación reglamentaria de los términos en que debe hacerse la cesión de los créditos para la constitución de un Fondo de Titulización de Activos plantea varias cuestiones jurídicas que admiten distintas posturas.

La primera, se refiere a la posibilidad de establecer en el contrato de cesión de créditos un derecho de adquisición preferente, consistente en un derecho de tanteo voluntario, a favor del cedente para el momento de liquidación del fondo.

La solución debe ser favorable a su previsión por cuanto la eficacia del derecho de tanteo tendría lugar una vez que el fondo se encuentra en la fase de liquidación, esto es, en su extinción, no durante su vida. Por otra parte, la adquisición por el acreedor originario se producirá en las mismas condiciones que haya ofrecido un tercero, de tal manera que no se deriva perjuicio alguno para los titulares de los valores emitidos por el fondo ni para los demás acreedores de éste.

Igualmente, la existencia del derecho de tanteo a favor del cedente tiene una justificación comercial puramente que hace conveniente su previsión. En estas operaciones los créditos que se ceden resultan del ejercicio de la actividad económica por el cedente con sus clientes, determinando su cobro una relación directa con éstos últimos, de tal manera que ésta podría verse interferida si el derecho de crédito se adquiriera por un competidor que obtendría una información muy sensible y que podría perjudicar al originador.

Por otra parte y en relación con las garantías que el cedente puede prestar al cesionario, el apartado 2, letra b) del artículo 2 del Real Decreto 926/98 establece que el cedente no podrá conceder garantía alguna al cesionario que asegure el buen fin de la operación, con lo que excluye la posibilidad que los artículos 1529 y 1530 del Código Civil regulan en cuanto al otorgamiento por parte del cedente de garantías al cesionario sobre el cobro de los créditos cedidos. Por tanto, en los contratos de cesión de créditos para la constitución de Fondos de Titulización de Activos el cedente sólo responderá de la existencia y de la legitimidad del crédito y en ningún caso de la solvencia del deudor, por estarle expresamente prohibido por el precepto del Real Decreto 926/98 citado.

La razón de la prohibición tiene su origen la necesidad de transferir el riesgo del cedente a los titulares de los valores de renta fija que se emitan por el fondo. Si el cedente concediera alguna garantía de cobro de los créditos cedidos a favor de los acreedores del Fondo, el riesgo de impago de aquéllos lo conservaría él, evitando su asunción por los suscriptores de los valores, fin último de la institución.

Por último, el artículo 2.2, letra b) del Real Decreto 926/98 señala que, salvo pacto en contrario, la gestión de los derechos de crédito la conservará el cedente.

Mediante la celebración de un contrato de gestión y administración de los créditos el cedente se obliga a ello como si siguiera conservando su titularidad y el desarrollo de su función tiene lugar en nombre propio pero por cuenta de terceros, en este caso el cesionario. El cesionario se obliga, por su parte, a satisfacer al gestor – cedente una comisión.

El contrato de gestión de los créditos produce un efecto importante en relación con el deudor cedido. La cesión no se le notifica al deudor que no la conoce en ningún momento, apareciendo frente a él como acreedor el cedente con las consecuencias que de ello se derivan, en particular, respecto al pago liberatorio el artículo 1527 del Código Civil que dispone que *“el deudor, que antes de tener conocimiento de la cesión satisfaga al acreedor, quedará libre de la obligación”*, y, el artículo 1198 mismo cuerpo legal sobre la compensación oponible por el deudor cedido frente al cesionario.

2.- Valores emitidos

El segundo elemento objetivo del Fondo está constituido por los valores de renta fija que se emiten por aquél y que integran su pasivo, debiéndose realizar *“en cuantía y condiciones financieras que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo”*, de acuerdo con lo que dispone el párrafo segundo del artículo 5.1 de la Ley 19/92.

La naturaleza jurídica de los valores que emiten los fondos de Titulización se corresponde con la propia de valores de renta fija, de tal manera que conceden a su titular el derecho a percibir periódicamente los intereses que generen y en el momento de su amortización el importe del principal.

Las condiciones particulares de la emisión serán las que se establezcan en la escritura de constitución del fondo, pudiéndose establecer distintas series, de tal manera que cada una se cualifique por las condiciones que le son propias (artículos 5.2,1º y 6 de la Ley 19/92 y 1.1 y 2.3 del Real Decreto 926/98).

En todo caso, la Ley 19/92 prevé en su artículo 5.9 que los valores emitidos con cargo al fondo deberán estar representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta y deberán ser admitidos a cotización en un mercado secundario oficial u organizado establecido en España.

El Real Decreto 926/98 establece esta misma regla para los Fondos de Titulización de Activos, con una excepción, la prevista en su artículo 10 para el supuesto de que los valores que se emitan se dirijan exclusivamente a inversores institucionales en cuyo caso no podrán ser objeto de negociación en un mercado secundario.

Los Fondos de Titulización de Activos para la financiación de la adquisición de los derechos de crédito que constituyen su activo además de los valores de renta fija que emitan, podrán integrar su pasivo por préstamos concedidos por entidades de crédito, siempre que éstos no superen el 50 por ciento de aquél, salvo que por causas financieras, técnicas, jurídicas o de mercado justifiquen un porcentaje mayor y se acredite en el momento de constitución del fondo (art. 1 R. D. 926/98).

Igualmente, estos fondos podrán integrar su pasivo con aportaciones de inversores institucionales, entendiéndose por tales inversores cualificados, conforme se definen en el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de

admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales. Estos tendrán derecho al remanente que, en su caso, se produzca con ocasión de la liquidación del fondo, una vez satisfechos los demás acreedores (art. 1.1 *in fine*).

c) Elementos formales

Los elementos formales en las operaciones de Titulización son varios y alcanzan una relevancia esencial, dado que su exigencia por la Ley 19/92 y el Real Decreto 926/98 se realiza con carácter constitutivo.

La intervención de la CNMV resulta igualmente esencial para la realización de la operación.

Los elementos formales que concurren son los siguientes:

1.- Escritura Pública

El otorgamiento de escritura pública para la constitución de Fondos de Titulización aparece como un requisito esencial, de tal manera que es exigido con carácter “ad solemnitatem” y no meramente probatorio, con arreglo a los artículos 6.2, 1280 y 1279 del Código Civil. Esta calificación surge de lo dispuesto por los artículos de la Ley 19/92 y el Real Decreto 926/98 que hacen referencia a los requisitos formales para la válida existencia los Fondos de Titulización, en particular el artículo 5.2 de la Ley 19/92 y los artículos 5.1, letra b) y el 6 del Real Decreto 926/98.

El artículo 5.2 de la Ley 19/92 señala que “*la constitución de cada fondo se formalizará en escritura pública*” en la que se harán constar los contenidos que se relacionan más adelante. Por su parte, el artículo 5.1, letra b del Real Decreto sobre Fondos de Titulización de Activos exige que junto con los documentos acreditativos para la

constitución del Fondo se incorpore el proyecto de escritura de constitución del Fondo, determinando el siguiente precepto cuál debe ser su contenido.

Por lo que se refiere al contenido de la escritura está determinado por los preceptos citados tanto para los fondos de Titulización hipotecaria como para los de activos. Respecto de éstos últimos, el Real Decreto 926/98 ha previsto contenidos especiales adaptados a su estructura financiera variada.

La escritura pública de constitución de los fondos de Titulización hipotecaria, con arreglo al artículo 5.2 de la Ley 19/92, deberá contener las siguientes menciones:

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

2º. Se definirá con precisión el contenido de los valores que se vayan a emitir, o el de cada una de las series, si fueran varias.

3º. Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose, en particular, las operaciones que, conforme a lo establecido en el número 7, vayan a concertarse por su cuenta”.

La Ley 19/92, en el apartado 3 del artículo 5, establece que la escritura de constitución del fondo *“no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan”*, lo cual tiene no sólo una importancia formal, sino también material al imposibilitar que el contenido del fondo, entendido en un sentido amplio, experimente variación alguna durante su vida.

La prohibición que la norma anterior supone, en algunas ocasiones, aparece como excesivamente rígida e inadecuada a la realidad social y económica a que ha de aplicarse.

En primer lugar, porque la vida media de los F.T.H. es muy larga, alcanzando en muchas ocasiones los 30 años de duración y puede ocurrir que en el momento de la constitución del fondo no se hubieran calculado correctamente o valorado en su justa medida ciertas circunstancias que con el tiempo se revelaran como obstáculos en su funcionamiento ordinario. En supuestos como el descrito, si la escritura pudiera ser modificada para la eliminación o corrección de aquéllos, el fondo, los bonistas y el cedente no sufrirían perjuicio alguno, sino que más bien al contrario toda la operación mejoraría y, sin embargo, la norma citada lo impide.

En segundo lugar, porque las circunstancias económicas y financieras no se mantienen estables durante toda la vida del fondo ni la normativa permanece inalterada y lo que en el momento de la constitución parecía lo más correcto, con el tiempo pueden surgir otras posibilidades más eficientes para la operación y más beneficiosas para los que en ella participan y, como en el caso anterior, no pueden ser hechas por no concurrir ningún supuesto excepcional.

La normativa relativa a los F.T.A. no contiene esta limitación y, en consecuencia, la escritura de constitución puede ser modificada, aun no concurriendo supuestos excepcionales, para adaptar las operaciones a las circunstancias de cada momento, derivándose beneficios para la operación.

Por lo que se refiere al contenido que la escritura de constitución de un F.T.A. ha de tener, el Real Decreto 926/98 lo determina en su artículo 6, adaptando aquél a las distintas estructuras financieras que pueden esta clase de fondos adoptar.

El referido artículo 6 es del siguiente tenor:

“En la escritura de constitución de los Fondos de Titulización de Activos:

- a) Se identificarán los activos agrupados en el fondo, el régimen previsto para su administración y gestión de cobro y, en su caso, las reglas de sustitución. Asimismo,*

se detallarán las características jurídicas y económico-financieras definitorias de aquéllos y los saldos, rendimientos, flujos financieros, condiciones de cobro, fechas de vencimiento y sistemas de amortización. En los casos de derechos de crédito futuros deberán especificarse las bases e hipótesis utilizadas en su estimación o cuantificación.

- b) Se definirán con precisión las características financieras de los valores que se vayan a emitir, o las de cada una de las clases si fueran varias, así como de los créditos y aportaciones.*
- c) Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose las operaciones que vayan a concertarse por su cuenta con la finalidad de aumentar la seguridad o regularidad del pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre los activos incorporados al fondo y los valores emitidos con cargo a él u otros pasivos, o, en general, transformar las características financieras de todos o algunos de dichos activos.*
- d) Se determinarán las reglas con arreglo a las cuales se regirá el proceso de liquidación del fondo”.*

Lo hasta aquí reproducido del artículo 6 del Real Decreto sobre F.T.A. viene, con algunos matices debido a los activos que lo integran, a repetir el artículo 5 de la Ley 19/92 sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. Sin embargo, las diferencias que existen entre unos y otros fondos de Titulización no sólo surgen a consecuencia de los activos que incorporan, sino que alcanzan a sus estructuras financieras como se señaló más arriba a propósito de las distintas clasificaciones.

Los F.T.A. permiten estructuras abiertas tanto por el activo como por el pasivo y ello depara que en las escrituras de constitución de éstos hayan de hacerse las menciones oportunas. Por esto, el artículo 6 del Real Decreto 926/98 señala en su apartado 2 que “*la escritura pública de constitución de los fondos de activos renovables o ampliables*

deberá, además: a) 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. b) Especificar el tiempo de vida máximo del fondo y, en el caso de fondos ampliables, su importe máximo. c) 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”.

2.- Verificación de la constitución del Fondo por la CNMV

La intervención de la CNMV en la constitución del Fondo tiene su respaldo legal en el artículo 5.3 de la Ley 19/92 que señala que *“la constitución de fondos deberá ser objeto de verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”* y en los apartados 1, letra e) y 3 del artículo 5 del Real decreto 926/98. El primero de los citados reproduce el artículo de la Ley 19/92 meritado en este párrafo. El segundo enfatiza la importancia de la intervención de la CNMV al prohibir cualquier actuación por parte del fondo mientras no hayan sido verificados por la CNMV la totalidad de los documentos relacionados en el punto primero de este artículo. Dispone el artículo 5.3 del Real Decreto 926/98 que *“el fondo no podrá realizar ningún tipo de actuación hasta que no hayan sido verificados y registrados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores los documentos mencionados en el punto 1 de este precepto”.*

La razón de ser de la necesaria intervención de la CNMV se encuentra en la apelación al ahorro público que supone la emisión de valores por el fondo y su necesaria admisión a cotización en mercados secundarios, de acuerdo con lo establecido en el Título III y IV de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores relativos a los Mercados Primarios y Secundarios, respectivamente, y el Real Decreto 1310/05, de 4 de noviembre, sobre admisión de valores, ofertas públicas de suscripción y de venta.

En el caso de los fondos, la emisión de valores de renta fija siempre tiene lugar, con lo que se constituye su pasivo, y para ello se ofrecen públicamente a inversores que aportan

los recursos para satisfacer al cedente el precio de los derechos de crédito que integran el activo o, en los casos previstos en el artículo 10 del Real Decreto 926/98, se suscriben directamente por inversores sin publicidad, quedando prohibida su cotización.

En relación con los Fondos de Titulización de Activos, el Real Decreto 926/98 establece cuáles son los requisitos formales de constitución en su artículo 5.1. A saber:

“a) Comunicación del proyecto de constitución de fondo a la C.N.M.V. .

b) Aportación y registro previo por la C.N.M.V. de los documentos acreditativos precisos para la constitución del fondo de los activos a agruparen el mismo, junto con el proyecto de escritura pública de constitución del Fondo de Titulización de Activos.

c) Aportación de los informes elaborados por las Sociedades Gestoras, bien por auditores de cuentas u otros expertos independientes con aptitud suficiente a juicio de la CNMV sobre los activos que constituirán el activo del Fondo de Titulización de Activos. Este requisito podrá ser excepcionado por la CNMV, atendiendo al tipo de estructura y las circunstancias del mercado y de protección de los inversores.

d) Aportación, en su caso, a la CNMV de los informes elaborados por las agencias encargadas de llevar a cabo la calificación crediticia de los pasivos.

e) Verificación y registro por la CNMV de un folleto informativo sobre la constitución del Fondo de Titulización de Activos y los pasivos que financiarán al mismo”.

El Real Decreto 926/98 prevé un **caso de “exención de requisitos”** para la constitución de un Fondo de Titulización de Activos.

El caso previsto para la aplicación del artículo 10 del Real Decreto 926/98 para la exención de requisitos es aquél en el que *“los valores emitidos por el Fondo de Titulización de Activos se dirijan exclusivamente a inversores institucionales”*, en cuyo

caso la *“la transmisión de los mismos sólo se podrá realizar entre entidades pertenecientes a dichas categorías e, igualmente, dichos valores no podrán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado”*.

La razón que justifica la exención de requisitos se encuentra en la naturaleza de los destinatarios de los valores de renta fija que se emiten por el fondo, *“tales como Fondos de Pensiones, Instituciones de Inversión Colectiva, Entidades aseguradoras, Entidades de Crédito o las sociedades de Valores, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables”* ex artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. No se trata, por tanto, de cualquier inversor, sino de sujetos cualificados especialmente y cuyo objeto social es la inversión en valores, que disponen de medios y aptitud suficientes para juzgar por sí mismos los valores que se le ofrecen.

En los supuestos comprendidos en el artículo 10 del Real Decreto 926/98 *“únicamente resultará obligatoria la comunicación previa a la CNMV, así como la aportación de la escritura pública de constitución. Asimismo, a los presentes Fondos de Titulización de Activos no se les exigirá ni la homogeneidad prevista en el artículo 2.1 del presente Real Decreto, ni la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta”*.

Por último, en relación con la intervención de la CNMV es preciso destacar para concluir algunas de sus manifestaciones más relevantes. El Real Decreto 926/98 le autoriza para exigir, a su discreción, informes de expertos, de auditores, de las agencias de calificación o de la propia sociedad gestora del Fondo (art. 8 y 5.1, d), para exonerar el cumplimiento de algunos requisitos en otros (art. 2.2, letra a, 1º) o para condicionar la verificación de la constitución de un fondo a que los valores que emita se dirijan exclusivamente a inversores institucionales cuando el interés de los inversores así lo exija (art. 5.2).

3.- No necesidad de Inscripción en el Registro Mercantil

Tanto la Ley 19/92 para los Fondos de Titulización Hipotecaria en su artículo 5.3 como el artículo 5.4 del Real Decreto 926/98 para los Fondos de Titulización de Activos establecen el carácter potestativo de la inscripción de los fondos de Titulización en el Registro Mercantil, excluyendo el primero la aplicación a los Fondos de Titulización de lo dispuesto en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas.

4.- Calificación del riesgo financiero de los valores emitidos

La calificación del riesgo de impago proporciona al inversor una información capital a la hora de tomar su decisión. El “*rating*” indica la capacidad del fondo para hacer frente a los intereses en cada fecha de pago y del principal en el momento de extinción de los valores, sin que la calificación constituya una recomendación sobre la adquisición, venta o conservación de aquéllos.

El artículo 5. 8 de la Ley 19/92 prevé, sin excepciones, que una agencia de calificación crediticia, reconocida por la CNMV, califique “*el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo al fondo*” que “*deberá figurar en su folleto de emisión*”.

Por lo que se refiere a los Fondos de Titulización de Activos, el artículo 2.3, letra b) del Real Decreto 926/98 señala, en el mismo sentido que la Ley 19/92, que “*el pasivo del fondo deberá cumplir los requisitos siguientes: b) El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar de forma destacada en su folleto de emisión y en toda la publicidad del fondo. En el supuesto de emisiones de valores de carácter principal, no subordinado, atendiendo a las características de los activos del fondo y los valores a emitir con cargo al mismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar su verificación a que las mismas alcancen un nivel mínimo de calificación del riesgo crediticio*”.

d) Extinción de los Fondos

El régimen jurídico de los Fondos de Titulización debe completarse con una referencia a la extinción de éstos.

La Ley 19/92 establece en el último párrafo de su artículo 5.3 que *“los Fondos se extinguirán en todo caso al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que agrupen”*, dado que ello supone la desaparición del activo del fondo y, consecuentemente, de él mismo.

La Ley, a pesar de la rigidez que demuestra en todo su articulado, permite que la extinción del fondo tenga lugar antes de la amortización total de las participaciones hipotecarias cuando el importe de las pendientes de amortización sea inferior al 10% del inicial y así se haya previsto en la escritura de constitución. El artículo reproducido más arriba continúa del siguiente tenor: *“también podrá preverse expresamente en la escritura de constitución su liquidación anticipada cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendiente de amortización sea inferior al 10 por 100 del inicial, debiendo en este caso determinarse en la escritura la forma en que se dispondrá de los activos remanentes del fondo”*.

Por su parte el Real Decreto 926/98 dedica el artículo 11 a la *“Extinción de los fondos”* y en él se recogen las causas que la motivan que son las siguientes:

“a) Las que expresamente se prevean en la escritura pública de constitución del fondo.

b) Cuando, a juicio de la sociedad gestora, concurren circunstancias excepcionales que hagan imposible o de extrema dificultad el mantenimiento del equilibrio financiero del fondo.

c) En los casos de sustitución forzosa previstos en el artículo 19 de este Real Decreto.

d) Cuando se produzca un impago indicativo de un desequilibrio grave y permanente en relación con alguno de los valores emitidos o con algún crédito no subordinado o se prevea que se va a producir. En este caso, la Sociedad Gestora, tras informar a la CNMV procederá a la liquidación ordenada del fondo, conforme a las reglas establecidas al efecto en la escritura pública de constitución del fondo de Titulización de activos.

e) Cuando en el supuesto de que el fondo sea cerrado se produzca la amortización íntegra de su activo”.

La consecuencia de la extinción del fondo, si ésta tiene lugar con anterioridad a la amortización total de su activo, es la liquidación de éste por parte de la sociedad gestora, para lo que realizará los activos pendientes de amortización con el objeto de obtener la liquidez necesaria para satisfacer las deudas que ostenten los acreedores del fondo, entre otros los titulares de los valores de renta fija pendientes de amortizar, de acuerdo con el orden de prelación establecido en la escritura de constitución para este caso.

B) Titulización Sintética

La Titulización Sintética ha sido introducida en nuestro derecho por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. Esta forma de Titulización se diferencia de las estudiadas en que el titular de los derechos de crédito no los transmite materialmente al Fondo, sino que los sigue conservando en el DEBE de su balance, aunque sin el riesgo de impago que aquéllos conllevan que es asumido por el fondo mediante la firma de un derivado de crédito.

El derivado de crédito cabe definirlo como un contrato atípico por el cual el titular de unos derechos de crédito transfiere únicamente el riesgo de impago a un tercero a cambio del pago de una prima en función de las condiciones concurrentes en el caso concreto, de

tal manera que en el caso de que el crédito resultara impagado la pérdida debería soportarla el tercero.

El contenido de los contratos de derivado de crédito a efectos de Titulización deberá ser determinado, de acuerdo con la normativa vigente en los distintos ámbitos regulatorios, así como las condiciones en que deban concretarse estas operaciones de acuerdo con el desarrollo reglamentario que se realice del artículo 97 de la Ley 62/2003 que reproducimos.

La Ley 62/2003 ha regulado la figura en su artículo 97 que es del siguiente tenor:

“Uno. Los Fondos de Titulización de Activos podrán titular de forma sintética préstamos y otros derechos de crédito, asumiendo total o parcialmente el riesgo de crédito de los mismos mediante la contratación con uno o más terceros de derivados crediticios.

El activo de los Fondos de Titulización de Activos que efectúen operaciones de Titulización sintética podrá estar integrado por depósitos en entidades de crédito y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales, incluidos los adquiridos mediante operaciones de cesión temporal de activos.

Dichos depósitos y valores podrán ser cedidos, pignorados o gravados en cualquier forma en garantía de las obligaciones asumidas por el Fondo frente a sus acreedores, en particular frente a las contrapartes de los derivados crediticios y cesiones temporales de activos.

Dos. La contraparte del contrato de derivado crediticio deberá ser una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad no residente autorizada para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades.

Tres. Las operaciones de Titulización sintética se registrarán por lo dispuesto en el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos

de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización con las adaptaciones que sean necesarias. A estos efectos, las referencias en dicho Real Decreto a cesiones de créditos, cedentes y activos cedidos o incorporados al Fondo se entenderán hechas, respectivamente, a los contratos de derivados crediticios, las contrapartes de dichos contratos y los derechos de crédito de referencia cuyo riesgo se transmita al Fondo en virtud de los mismos.

Cuatro. Se autoriza al Gobierno para desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en este artículo”.

El régimen jurídico se integra, en lo no previsto expresamente en la Ley y en el Real Decreto que la desarrolle, por lo dispuesto en la normativa especial sobre los Fondos de Titulización de Activos en lo que no resulte opuesto a la naturaleza especial de la Titulización Sintética.

C) Régimen Concursal de la Titulización

El último punto que se aborda con relación al régimen jurídico de la Titulización se refiere a la materia concursal.

De acuerdo con la Disposición Adicional Quinta, apartado cuarto, de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de Entidades de Crédito, cuya vigencia tras la entrada en vigor de la Ley 22/03 Concursal se reconoce en su Disposición Adicional Segunda, apartado 2, letra d), y que dispone que “*A los Fondos de Titulización de Activos les serán de aplicación, en relación con los préstamos y demás derechos de crédito que adquieran, el régimen que en favor de los titulares de las participaciones hipotecarias se contempla en el párrafo final del artículo 15 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario*”, que, por su parte y teniendo por hechas las referencias a los preceptos vigentes que resulten equivalentes en la Ley Concursal (artículos 80.2. y 81 de la Ley Concursal, en los que se regula la separación de la masa activa de los bienes de propiedad

ajena), concede a los titulares de participaciones hipotecarias un **derecho absoluto de separación en caso de quiebra de la sociedad emisora.**

La disposición adicional quinta de la Ley 3/94 reproducida, en relación con el artículo 15 de la Ley del Mercado Hipotecario, constituye el régimen concursal especial aplicable a los fondos de Titulización que, a través del derecho de separación absoluto que le es reconocido, se encuentran a salvo de los efectos negativos que toda situación concursal conlleva para los acreedores y, particularmente en estos casos, evita la confusión del patrimonio del Cedente con el del Fondo, sin perjuicio de lo que se indica en el párrafo siguiente respecto de las acciones de reintegración de la masa.

En cuanto a las posibles consecuencias negativas de una situación concursal de un Cedente, por lo que se refiere a las **acciones de reintegración de la masa** tras la declaración del concurso, con arreglo al artículo 71 de la Ley Concursal, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor en los dos años anteriores a la declaración del concurso, aunque no hubiera existido intención fraudulenta, si bien, como señala el apartado quinto de este mismo precepto, en ningún caso podrán ser objeto de rescisión los actos del deudor realizados en el ejercicio ordinario de su actividad y en condiciones normales de mercado.

En caso de concurso del Cedente, los bienes pertenecientes al Fondo que se encuentren en poder del Cedente y sobre los cuales éste no tenga derecho de uso, garantía o retención -salvo el dinero por su carácter fungible- que existieren en la masa se considerarán de dominio del Fondo, debiendo entregarse por la administración concursal a solicitud del Fondo.

Igualmente, en caso de concurso de los Cedentes, serán **rescindibles** los actos perjudiciales para la masa activa del concursado realizados durante los dos años anteriores a la declaración del concurso aun cuando no hubiera habido intención fraudulenta.

El **perjuicio patrimonial** se presumirá, sin admitir prueba en contrario, cuando se trate de actos de disposición a título gratuito (salvo las liberalidades de uso), y de pagos u

otros actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración de concurso.

Salvo prueba en contrario, el perjuicio patrimonial se presumirá cuando se trate de actos de disposición a título oneroso realizados a favor de alguna de las personas especialmente relacionadas con el concursado o de la constitución de garantías reales a favor de obligaciones preexistentes o de las nuevas contraídas en sustitución de aquéllas, y cuando se trate de actos distintos de los anteriores, el perjuicio patrimonial deberá ser probado por quien ejercite la acción rescisoria.

En ningún caso podrán ser objeto de rescisión los actos ordinarios de la actividad profesional o empresarial del deudor realizados en condiciones normales.

La misma consideración que se hace en relación con los **efectos del concurso sobre los contratos celebrados por los Cedentes en este tipo de operación**, se hace extensible para el caso de concurso de los firmantes de los contratos financieros de la misma.

En relación con los **Contratos con obligaciones recíprocas** resultantes de los contratos en los que sea parte cualquier cedente, la Sociedad Gestora o cualesquiera otras entidades participantes y la facultad de resolverlos como consecuencia de la insolvencia de cualquiera de ellos, la Ley Concursal establece que: (i) se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes (artículo 61.3); (ii) la declaración de concurso, por sí sola, no afectará a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte. Sin embargo, la administración concursal o el propio concursado (según el caso, dependiendo de las limitaciones impuestas por el juez sobre la capacidad del concursado) podrán solicitar la resolución del contrato si lo estimaran conveniente al interés del concurso (artículo 61.2); y (iii) la declaración de concurso no afectará a la facultad de resolución de los contratos por incumplimiento de cualquiera de las partes. Sin embargo, aunque exista causa de resolución, el juez, atendiendo al interés del concurso, podrá acordar el cumplimiento del contrato, siendo a cargo de la masa las prestaciones debidas o que deba realizar el concursado (artículo 62.3).

Por lo que se refiere a la **Sociedad Gestora**, en caso de concurso de la misma, los bienes pertenecientes al Fondo que se encuentren en poder de la Sociedad Gestora y sobre los cuales ésta no tenga derecho de uso, garantía o retención -salvo el dinero por su carácter fungible- que existieren en la masa se considerarán de dominio del Fondo, debiendo entregarse por la administración concursal a solicitud del Fondo.

Además, en relación con el posible **concurso de la Sociedad Gestora**, es preciso señalar que ésta representa al Fondo. Por lo tanto, de acuerdo con la legislación española, y tal y como ha sido descrito anteriormente, todas las medidas adoptadas y todos los contratos, operaciones y acuerdos suscritos por la Sociedad Gestora en representación del Fondo que cumplan con los términos de la Escritura Pública, se considerarán como medidas adoptadas o contratos, operaciones o acuerdos suscritos por el Fondo y, por lo tanto, no se verán afectados por la declaración de concurso de la Sociedad Gestora.

En consideración a lo expuesto, el Real Decreto 926/1998 establece un procedimiento por cuya virtud en el supuesto de que la Sociedad Gestora sea declarada en concurso, en liquidación o su autorización sea revocada, podrá nombrarse como sociedad gestora del Fondo una nueva sociedad gestora de fondos de Titulización. Si dicha sociedad gestora sustituta no asumiera sus responsabilidades en el plazo de cuatro meses desde que tuvo lugar el evento determinante de la sustitución, se procederá a la liquidación del Fondo y a la amortización de los Bonos, conforme a los términos de la Escritura Pública y del Folleto.

En cuanto al **Fondo** mismo, en su condición de patrimonio separado carente de personalidad jurídica y, de acuerdo con el artículo 1 de la Ley Concursal según el cual la declaración de concurso procederá respecto de cualquier deudor, sea persona natural o jurídica, así como respecto de una herencia que no haya sido aceptada pura y simplemente, y, dado que el Fondo no es una persona jurídica, en ausencia de desarrollo jurisprudencial al respecto, es nuestra opinión que el Fondo no debería considerarse sujeto a las reglas previstas en la Ley Concursal.

No obstante lo anterior, es común que en la escritura pública de constitución de cada fondo se contengan determinadas cláusulas que regulen la extinción y liquidación anticipada del

Fondo por las razones y con los efectos allí previstos, incluyendo la liquidación de las obligaciones del Fondo conforme al Orden de Prelación de Pagos de Liquidación.

IV.- CONCLUSIONES

La Titulización aparece como una eficiente forma de financiación de actividades empresariales de todo tipo y, en particular, como una alternativa a la cotización en Bolsa, que permite acudir a las empresas al mercado de valores tanto atender las necesidades constantes de tesorería como para proporcionar los recursos para inversiones estructurales.

Los motivos que aconsejan la utilización de la institución con las finalidades expuestas son varios, en función de la situación de cada empresa, si bien de la misma se deducen ventajas tanto desde el punto de vista estrictamente económico, financiación, como de disciplina interna a la que el originador debe someterse, ya que éste no sólo es el titular originario de los derechos de crédito sino que también asume la gestión de los activos que se ceden al fondo durante toda su vida en su condición de “*gestor de cobros*”.

En este artículo se exponen algunos de los sujetos a los que la Titulización les puede ser de gran ayuda para la realización de sus proyectos, así como los posibles derechos de crédito que pueden servir de base para este tipo de operaciones.

En relación con el primero de los puntos indicados, la Titulización puede ser el medio adecuado para que las **Administraciones Públicas** lleven a cabo la construcción de las infraestructuras básicas (*vgr.* carreteras, puertos, puentes, telecomunicaciones, etc.), a través de figuras que permiten la participación del sector privado en ello, en particular, el contrato de concesión de obra pública, regulado en la Ley 13/2003.

Igualmente, la empresas financieras (*vgr.* Bancos, Cajas de Ahorros, etc.) y no financieras, de cualesquiera sectores económicos, son destinatarios evidentes de la institución, consiguiendo con su aplicación la diversificación de las vías de obtención de recursos.

Respecto de los **derechos de crédito** que sean objeto de cesión por los originadores y adquiridos por los fondos, resultan admisibles todos, cualquiera que sea su origen, ya sean presentes o futuros.

Sin embargo, mientras que la utilidad de la institución para las entidades financieras se centra básicamente en derechos de crédito presentes, por motivos regulatorios, tendentes a la liberación de riesgo, y la obtención de liquidez, para la compañías no financieras, las mayores ventajas de la Titulización se podrían extraer partiendo de los derechos de crédito futuros, estructurando las operaciones bajo el mismo enfoque que un “*project finance*”, al que se le añadirían las ventajas que supone la Titulización.

La evolución del mercado en España va por este camino y, a fecha de hoy, son ya bastantes las operaciones que empresas no financieras han realizado con éxito, tanto con créditos presentes como con futuros.

Por lo que se refiere a los **valores de renta fija** que el fondo de Titulización emita, su calidad crediticia dependerá de las características jurídicas y económicas de los derechos de crédito que adquiera el fondo y de la estructura financiera que se diseñe, de tal manera que el interés de los bonos será mayor cuanto peor sea el “*rating*” otorgado y, por tanto, más alto el coste de la financiación.

Entre las figuras tendentes a procurar una mejor calificación crediticia se pueden citar, entre otras, las **mejoras de crédito** consistentes en préstamos subordinados o líneas de crédito, la previsión de fondos de reserva, la creación de distintas series de bonos con distinta calidad crediticia o la concesión por las administraciones públicas de avales al fondo de titulización, de manera que éstas garanticen el pago a los suscriptores de los intereses y la devolución del principal al vencimiento.

Otra cuestión importante a la hora de valorar la Titulización se refiera a la **cuantía de las operaciones**. Estas operaciones resultan eficientes cuando se alcanzan altos volúmenes, puesto que con ello los costes se diluyen.

Puede ocurrir que en algunas ocasiones una sola empresa no pueda acometer por sí misma una operación de Titulización ya que no tienen la capacidad económica suficiente

que les permita la creación de un fondo de Titulización propio aunque sí que podrían promoverse “*fondos de Titulización multicedentes*” donde los sujetos originadores fueran varios, de tal manera que el activo del fondo se integre por los derechos de crédito que cedieran todos ellos, pudiendo así mismo establecer, entre otras posibilidades, que durante la vida del fondo se pudieran adherir a éste otros distintos de los iniciales, de tal manera que la estructura se adaptara a las condiciones que en cada momento concurrieran, resultando el fondo una vía de financiación apta durante varios años dado su carácter flexible y abierto.

En resumen, como hemos expuesto a lo largo de este trabajo, la **Titulización** aparece como una **herramienta útil** para las empresas de todo tipo, ofreciendo una nueva alternativa para su financiación, con notables ventajas en cuanto al coste y a la autonomía que supone el poder acudir al mercado de valores.

V.- AUTOEVALUACIÓN

1ª.- La gestión de los fondos de Titulización corresponde a :

- a) Las sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva están por Ley habilitadas para la gestión de los fondos de Titulización en concordancia con su capacidad de gestión de fondos de inversión.
- b) Sólo las sociedades Gestoras de Fondos de Titulización pueden gestionar este tipo de fondos, sin perjuicio de su capacidad de gestionar fondos de inversión cuando los partícipes sean inversores institucionales.
- c) Las Gestoras de Fondos de Titulización y las Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva están habilitadas para gestionar fondos de inversión.
- d) Sólo las sociedades Gestoras de Fondos de Titulización pueden gestionar fondos de esta naturaleza.

2.- El activo de los fondos de Titulización puede integrarse por:

- a) Derechos de crédito, con garantía real o no, presentes o futuros, y valores.
- b) Bienes materiales, siempre que supongan un porcentaje minoritario del activo, correspondiendo el resto a derechos de crédito que aseguren la liquidez precisa para la atención del pago de los valores de renta fija que se emitan.
- c) Valores de cualquier naturaleza, incluyendo valores participativos, que confieran al fondo condiciones subjetivas distintas de la de acreedor.
- d) Derechos de crédito de cualquier clase, valores y bienes materiales.

3.- Los valores que se emitan por los fondos de Titulización deberán someterse a la calificación crediticia por una Agencia de “*rating*”:

- a) En todo los casos, aun cuando los valores no sean cotizados.
- b) Sólo si los valores se pretenden cotizar en un mercado secundario.
- c) Sólo en los casos de cotización de los valores en mercados secundarios, si bien es posible hacerlo en todos los casos.
- d) Sólo cuando se trate de una emisión realizada por un fondo de titulización hipotecaria.

4.- El pasivo de los fondos de Titulización, de acuerdo con el régimen vigente, no se podrá integrar:

- a) Exclusivamente por valores de renta fija.
- b) Por valores de renta fija y otros pasivos, como préstamos bancarios.
- c) Exclusivamente por pasivos distintos de valores de renta fija, a voluntad del emisor.

- d) Exclusivamente por préstamos y otros pasivos distintos de valores de renta fija, que superen la mitad del pasivo del fondo, cuando existan razones jurídicas, financieras o económicas que lo aconsejen.

5.- El otorgamiento de escriturar pública para la válida constitución de un fondo de Titulización es un requisito:

- a) Es un requisito constitutivo del fondo, con carácter “*ad solemnitatem*”.
- b) Es un requisito exigible por tener un carácter esencial para la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta.
- c) No necesario cuando los valores que se emitan no vayan a cotizar en mercados secundarios.
- d) Es un requisito exigible debido a la necesidad de inscripción del fondo en el Registro Mercantil y en los Registros Oficiales de la CNMV.

6.- La intervención de la CNMV en la verificación y registro de los fondos de Titulización tiene su fundamento en:

- a) La captación de ahorro público que mediante la emisión de valores por los mismos tiene lugar.
- b) La cotización de los valores en mercados secundarios.
- c) El hecho de que los fondos de Titulización son una institución del Mercado de Valores.
- d) Los tres anteriores conjuntamente.

7.- La naturaleza jurídica de los fondos de Titulización se corresponde con:

- a) Un patrimonio sin personalidad cuya titularidad corresponde a la sociedad gestora que actúa como propietario de los derechos.
- b) Un patrimonio sin personalidad cuya titularidad corresponde a los titulares de los valores emitidos por el fondo.

- c) Un patrimonio sin personalidad que es administrado por la sociedad gestora como gestor de negocios ajenos.
- d) Un patrimonio con personalidad jurídica, administrado por la sociedad gestora como gestor de negocios ajenos, en beneficio de los titulares de los valores emitidos por el fondo.

8.- La gestión de cobros de los derechos de crédito que son adquiridos por un fondo de Titulización de Activos corresponde:

- a) Exclusivamente y por Ley al cedente-originador.
- b) Al cedente-originador, salvo pacto en contrario, si bien en este caso podrá ser realizada por la sociedad gestora o por terceros en los que ésta delegue.
- c) Al cedente-originador, salvo pacto en contrario, si bien en este caso sólo podrá ser realizada por la sociedad gestora, sin que quepa la delegación en terceros.
- d) Exclusivamente a la sociedad gestora, sin que pueda delegarla a terceros.

Las **soluciones** a las preguntas anteriores son las siguientes:

- Pregunta nº 1: D
- Pregunta nº 2: A
- Pregunta nº 3: C
- Pregunta nº 4: C
- Pregunta nº 5: A
- Pregunta nº 6: D
- Pregunta nº 7: D
- Pregunta nº 8: B

VI.- BIBLIOGRAFIA Y DOCUMENTACIÓN

- A. J. Tapia Hermida, Sociedades y fondos de Inversión y Fondos de Titulización, Dykinson, Madrid, 1998
- B. A. Payá Pujaldo, Régimen legal de la titulización, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2002
- C. M. Castilla, Titulización de créditos, Cívitas, Madrid, 2002
- D. Varios autores, Global Securitisation and Structured Finance 2003, Globe White Page, London, 2003
- E. Varios autores, Comentario del Código Civil, Centro de Publicaciones del Ministerio de Justicia, Madrid, 1991
- F. J. Castán Tobeñas, Derecho Civil Español, Común y Foral, Reus, S.A., Madrid, 1982
- G. L. Díez-Picazo y A. Gullón, Sistema de Derecho Civil, Tecnos, S.A., Madrid, 1986
- H. J. I. de León Miranda, La Titulización Sintética de Carteras Crediticias, Revista Actualidad Financiera, marzo de 2001
- I. Definiciones de ISDA en materia de derivados de crédito (*2003 ISDA Credit Derivative Definition*)
- J. Registros Oficiales de la CNMV

VII.- GLOSARIO DE DEFINICIONES

“**Activo del Fondo**” significa el conjunto de derechos de créditos y/o valores que integran constituyen el activo del fondo y que sirven de contravalor al Pasivo del fondo.

“**Agencia de Calificación**” significa entidades que analizan las probabilidades de que los titulares de los valores de renta fija que emite el fondo cobren principal e intereses

“Bonos” o “Valores de renta fija” significa los valores de renta fija que son emitidos por el Fondo y que integran su pasivo.

“Calificación” significa la clasificación, dentro de la escala propia de la Agencia de Calificación, realizada por ésta a cada una de las emisiones de Bonos realizadas por el Fondo.

“Cedente” u “Originador” significa titular de los derechos de crédito, presentes o futuros, y/o valores que trasmite al fondo y que integran su activo que Ercros Industrial, S.A.U. y Aragonesas Industrias y Energía, S.A.U. y, en su caso, cualquier otro que, con arreglo a la presente Escritura, adquiera igual carácter que los citados.

“CNMV” significa la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

“Derechos de Crédito” significa los derechos que adquirirá el fondo y que constituirán su activo.

“Derechos de Crédito Presentes” significa los derechos que ya figuran en el balance del Cedente.

“Derechos de Crédito Futuros” significa los derechos que, no figurando en el balance del Cedente, son de magnitud conocida o estimada.

“Deudor Cedido” significa, individualmente, cada uno de los deudores de cada uno de los derechos de crédito adquiridos por el fondo y que, por tanto, resultan obligados al pago de los mismos.

“Emisión” significa el conjunto de los Bonos o valores de renta fija que con cargo al activo del Fondo son emitidos por el fondo.

“Estructurador” significa la entidad que diseña la estructura financiera del fondo.

“**Fondo de Titulización**” significa patrimonio sin personalidad, administrado por una sociedad gestora de fondos de Titulización, e integrado por un Activo y un Pasivo.

“**Gestor de Cobros**” significa entidad encargada de la administración y cobro de los créditos o valores que integran el Activo del Fondo y que, salvo pacto en contra, corresponde a cada uno de los Cedentes.

“**Requisitos de Titulización**” significa los requisitos que deben cumplir los derechos de crédito para poder ser adquiridos por el Fondo, de acuerdo con lo establecido en la escritura de constitución.

“**Sociedad Gestora**” significa la sociedad gestora de fondos de titulización cuya función es la administración de éstos.

“**Suscriptor**” significa el que suscribe los Bonos que emite el Fondo.