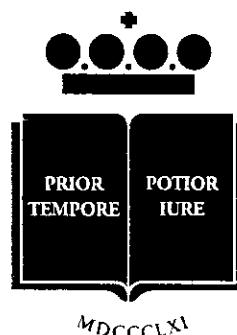


BOLETÍN

Centro de Estudios Registrales de Cataluña



núm. 98

ENERO Y FEBRERO DE 2002

tituye domicilio habitual de la familia exige siempre el consentimiento de ambos cónyuges». Introduce esta norma una tutela especial para la vivienda habitual. Pero la situación de autos no es subsumible, siendo claramente inaplicable al derecho de preferencia.

La tesis del recurrente se centra en que el derecho de preferencia atribuido por esta norma al arrendatario debe extenderse a su cónyuge, cuando el local arrendado es el domicilio familiar. La interpretación extensiva pretendida por la recurrente no tiene, desde luego, ningún apoyo en la letra de la Ley, que no alberga de ninguna forma la extensión hacia el cónyuge que se quiere hacer valer. No se justifica la interpretación extensiva. No hay nada que conduzca a la conclusión de que el legislador dice menos que lo que quería.

V. COLABORACIONES / 5
EL ANTEPROYECTO DE LEY FINANCIERA Y LA REFINANCIACIÓN CREDITICIA:
UNA REFORMA INADECUADA E INNECESARIA

5. EL ANTEPROYECTO DE LEY FINANCIERA Y LA REFINANCIACIÓN CREDITICIA: UNA REFORMA INADECUADA E INNECESARIA

SERGIO NASARRE AZNAR
Profesor de Derecho Civil
Universidad Rovira i Virgili
sna@fcj.urv.es

1. EL ANTEPROYECTO DE LEY FINANCIERA DE 2001 ⁻¹⁻

El Anteproyecto de Ley Financiera (ALF) que tendría que haberse aprobado como ley antes del verano de 2001 ⁻²⁻, conlleva una serie de reformas del sistema financiero, en áreas como los seguros, el mercado de valores y las entidades de crédito ⁻³⁻. Pero entre todas ellas, queremos destacar las que nos atañen especialmente a los juristas y a los operadores del crédito. Son aquellas que son relativas a las operaciones de refinanciación crediticia, tanto aquéllas realizadas sobre créditos concedidos a los entes públicos (cédulas territoriales) como aquellas relativas a la participación de créditos hipotecarios (emisión de participaciones hipotecarias).

En concreto, trataremos los artículos 13 y 17 del Anteproyecto. El primero se refiere a la supuesta «novedad» del sistema que propone el ALF para la refinanciación de los créditos concedidos a los entes públicos mediante cédulas territoriales. El segundo, referido a los créditos hipotecarios que serían susceptibles de participación: la refinanciación hipotecaria de los créditos de segunda categoría ⁻⁴⁻.

1. La versión del Anteproyecto de Ley Financiera que manejamos es la que lleva fecha de 10 de abril de 2001, tras haber recibido el Ministerio de Economía informe de la Secretaría General Técnica (Fuente: <http://www.mineco.es/tesoro/Legislacion/Proyleg/proleg01.htm>, actualizada a 23-10-2001).

2. Según reciente noticia aparecida el 1 de octubre de 2001 en el Diario económico *Expansión* firmada por E. DEL POZO y titulada «El 'caso Gescartera' retrasa la aprobación de importante legislación económica», parece que se prepara para los dos últimos meses de 2001 una nueva redacción del ALF, aunque se vislumbra que no afecte a las dos cuestiones que en este artículo tratamos: las participaciones hipotecarias y las cédulas territoriales. Según esta misma noticia, además, la aprobación del ALF puede alargarse hasta principios del 2002.

3. Para ver un análisis general del contenido del ALF, ver MINGUÉZ PRIETO, Rafael, «Reflexiones sobre el anteproyecto de Ley Financiera (I y II)», en *Diario Expansión*, 18-4-2001 y 20-4-2001.

4. Con esta expresión nos queremos referir a los créditos hipotecarios que no reúnen los requisitos de la Sección 2^a (arts. 5 y ss.) de la Ley 2/1981 del Mercado Hipotecario y que, en consecuencia, gozan de una

2. LA PARTICIPACIÓN DE LOS CRÉDITOS DE SEGUNDA CATEGORÍA DEL ART. 17 ALF: INCONVENIENCIA DE ESTA REGULACIÓN

Como es conocido, el proceso de titulización hipotecaria está regulado en nuestro ordenamiento en tres normas diferentes: la Ley 2/1981 del Mercado Hipotecario (LMH)⁵—desarrollada por el RD 685/1982⁶ (RMH)—, la Ley 19/1992, de 7 de julio⁷ y el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo. En la primera se regulan las participaciones hipotecarias, que son la base para la titulización hipotecaria (art. 15 LMH y arts. 61 a 69 RMH); en la segunda se estudian las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria (SGFTH) y los bonos de titulización hipotecaria (BTH) (el resultado de la titulización hipotecaria); y en la tercera, la titulización de otros activos, aunque, por lo que respecta a la titulización hipotecaria, algunas disposiciones le son aplicables: las que regulan las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización (SGFT) (que pueden gestionar también *pools* de participaciones) y lo dispuesto para el caso de la quiebra de las SGFTH (a causa de existir lagunas en su propia legislación de 1992).

En este contexto aparece el art. 17 del Anteproyecto de Ley Financiera con el siguiente redactado: «Las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulización de activos podrán corresponder a préstamos y créditos que no reúnan los requisitos establecidos en la sección 2^a de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario».

Queremos comentar, al respecto de esta disposición, dos cuestiones.

En primer lugar, entendemos que las participaciones hipotecarias no se pueden encajar en un Fondo de Titulización de Activos (FTA). Las participaciones hipotecarias (art. 15 LMH), pueden ser calificadas de «cesiones parciales» de créditos hipotecarios (arts. 61, 62, 63 y 66 c) RMH), aunque con algunos matices (art. 66 a) y b) RMH). En cualquier caso, son «partes» de créditos hipotecarios y es la vía por la que el ordenamiento jurídico español ha posibilitado la salida de las hipotecas del patrimonio de la entidad prestamista, requisito por el que se distingue un proceso de titulización de origen anglosajón. Por lo tanto, las participaciones hipotecarias son la base de la titulización hipotecaria, la cual tiene una regulación propia y especial en la Ley 19/92, separada y diferenciada de la regulación general de la titulización de activos (todo aquello que no sean participaciones hipotecarias y que sea titulizable). Lo que forman, por lo tanto, las participaciones hipotecarias son Fondos de Titulización

garantía debilitada: segunda o posteriores hipotecas, sin tasación o con tasación sin seguir los requisitos, porcentaje del crédito sobre el valor del inmueble mayor del permitido, etc.

5. Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario (BOE núm. 90, de 15 de abril de 1981).

6. Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo (BOE núm. 83, de 7 de abril de 1982), Reglamento del Mercado Hipotecario (RMH).

7. Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria (BOE núm. 168, de 14 de julio de 1992, corrección de errores BOE núm. 186, de 4 de agosto).

V. COLABORACIONES / 5

EL ANTEPROYECTO DE LEY FINANCIERA Y LA REFINANCIACIÓN CREDITICIA: UNA REFORMA INADECUADA E INNECESARIA

Hipotecaria (FTH) y no FTA, aunque tanto las SGFTH como las SGFT pueden gestionar dichos *pools*. Es más, legalmente los FTH vienen definidos como «agrupaciones de participaciones hipotecarias» (art. 5.1 RD 19/1992). Por lo tanto, las participaciones hipotecarias como tales nunca podrán estar en FTA (Exposición de Motivos y art. 1.2 RD 916/1998), sino que estarán siempre en un FTH que tienen su normativa especial, entre la cual destaca la regulación de los BTH, cuya denominación, en tanto que valores hipotecarios (Disp. Adic. 5^a Ley 3/1994⁸), viene protegida por el art. 43.2 RMH⁹. Entendemos, pues, que el Anteproyecto está equivocado en este punto.

En segundo lugar, queremos destacar la inconveniencia de admitir la participación de créditos que no reúnan determinados requisitos para poder luego emitir BTH. El art. 5 LMH (que se encuentra dentro de la Sección 2^a LMH) define cuáles son los créditos que pueden ser utilizados por las entidades de crédito habilitadas, los cuales deben cumplir *determinados requisitos*: estar garantizados con primera hipoteca sobre la finca, requisitos de tasación, estar concedidos sobre un determinado porcentaje sobre el valor de tasación, etc. Estos son los únicos créditos hipotecarios (préstamos u otros) que pueden ser refinanciados hoy mediante los tres valores hipotecarios que recoge la LMH: cédulas, bonos y participaciones hipotecarios. Estos valores reciben la garantía y la cobertura legales que les aporta la LMH. De este modo, cualquier inversionista puede saber en todo momento que, comprando participaciones hipotecarias (también cédulas y bonos) está adquiriendo los valores previstos en el art. 15 LMH y en las disposiciones del RMH: cuál es su naturaleza jurídica, garantías y, sobre todo, qué tipo de créditos y con qué requisitos (los de la Sección 2^a LMH) han sido participados. La LMH es un espejo claro y público de cómo son y en qué consisten estos valores: el respaldo legal del que gozan nuestros valores del Mercado Hipotecario es una ventaja respecto a los valores titulizados anglosajones. Con el art. 17 ALF se quiebra este principio, en tanto que podrá haber participaciones en *pools* para titulizar que no cumplan algunos requisitos de la LMH y, en concreto, que pueda haber participaciones de créditos que no cumplan los requisitos del art. 5 LMH. Ello conlleva un mayor índice de *inseguridad* para los inversionistas que, o bien deberán comprobar por ellos mismos (consulta al Registro de la Propiedad) cuál es la «calidad» de los créditos hipotecarios del *pool*, o bien deberán confiar en las agencias de *rating*; pero no pueden confiar más en la ley.

Si lo que se pretende con la reforma es dar una salida a la refinanciación de una serie de créditos hipotecarios que no cumplen los estrictos requisitos de la LMH, entendemos que la solución no es *desvirtuar* lo que han sido las participaciones hipotecarias desde 1992 aportando inseguridad sobre esta figura¹⁰, sino que la solución debería venir creando unos nuevos valores que no se llamasen igual que las parti-

8. Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero (BOE núm. 90, de 15 de abril de 1994).

9. De manera que sus características determinan la ley que se les debe aplicar y no pueden confundir a los inversores. Los BTH deben emitirse siguiendo las directrices de la ley 19/92, con lo que ello conlleva.

10. Aún más cuando civilmente no queda claro todavía qué son.

paciones hipotecarias del art. 15 LMH para no crear incertidumbre en base al art. 43.1 RMH (aunque también comportasen una cesión de crédito hipotecario ⁻¹¹⁻): las participaciones hipotecarias comportan un plus de seguridad, que no conllevan los valores («participaciones hipotecarias») que propone el art. 17 ALF. En cualquier caso, la Ley debería también prever por qué norma se regirán, si por la de Titulización Hipotecaria o por la de Titulización de Activos: por naturaleza jurídica les correspondería, en principio la primera, pero, para evitar confusiones y dado que ya no serían propiamente participaciones hipotecarias del art. 15 LMH (art. 5.1 Ley 19/92), se podrían ajustar a la segunda. Los valores titulizados resultantes que deberían ser los BTH de los FTH, tampoco podrían llamarse igual que los BTH, sino que deberían adoptar otro nombre, puesto que su garantía tampoco es la misma (recordemos que el término BTH también está protegido por ley).

3. LAS RENOMBRADAS CÉDULAS TERRITORIALES. LA INNECESARIEDAD DE ESTA REGULACIÓN

Transcribimos a continuación el art. 13 ALF en la versión de 10-4-2001, que regula la cédulas territoriales:

«1.— Las entidades de crédito podrán realizar emisiones de valores de renta fija con la denominación exclusiva de "Cédulas Territoriales", cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, los organismos autónomos y las entidades públicas empresariales o de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo.

2.— Las cédulas territoriales no deberán ser objeto de inscripción en el Registro Mercantil ni serán de aplicación las reglas contenidas en el Capítulo X de la Ley de Sociedades Anónimas, ni las previstas en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de sociedades anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas.

3.— El importe total de las cédulas emitidas por una entidad de crédito no podrá ser superior al 90 por 100 del importe de los préstamos y créditos no amortizados que tenga concedidos a las Administraciones Públicas antes referidas.

No obstante, si sobrepasara dicho límite deberá recuperarlo en un plazo no superior a tres meses, aumentando su cartera de préstamos o créditos concedidos a las entidades públicas, adquiriendo sus propias cédulas en el mercado o mediante la amortización de cédulas por el importe necesario para restablecer el equilibrio, y, mientras tanto, deberá cubrir la diferencia mediante un depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España.

4.— Los tenedores de las cédulas tendrán derecho preferente sobre los derechos de

11. De créditos hipotecarios, se entiende, que no cumplen los requisitos de la Sección 2º LMH.

V. COLABORACIONES / 5

EL ANTEPROYECTO DE LEY FINANCIERA Y LA REFINANCIACIÓN CREDITICIA:
UNA REFORMA INADECUADA E INNECESARIA

crédito de la entidad emisora frente al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, los organismos autónomos y las entidades públicas empresariales o de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo, para el cobro de los derechos derivados del título que ostenten sobre dichos valores, en los términos del artículo 1.92 del Código Civil.

El mencionado título tendrá el carácter de ejecutivo en los términos previstos en la Ley de Enjuiciamiento Civil.

5.— Las cédulas emitidas por una entidad de crédito, pendientes de amortización, tendrán el mismo trato que las cédulas hipotecarias, a los efectos de la Ley 13/1984, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de formación de los intermediarios financieros y su normativa de desarrollo, así como de lo dispuesto en la letra b) del número 1 del artículo 4 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

6.— Las cédulas emitidas estarán representadas mediante anotaciones en cuenta y podrán ser admitidas a negociación en los mercados de valores, de conformidad con lo previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y adquiridas por las entidades».

La propuesta de regulación de las cédulas territoriales que propone el ALF nos parece, en principio, muy interesante: el regular en nuestro ordenamiento los valores equivalentes a las *Kommunalschuldverschreibungen* (o *Öffentliche Pfandbriefe*) alemanas a sus homólogos en Luxemburgo e Irlanda nos resulta sugerente ⁻¹²⁻.

Pero lo que queremos demostrar es que la regulación que propone en su art. 13 el ALF es no sólo insuficiente, sino que también innecesaria.

El legislador vuelve a caer en el mismo error que cayó al regular las cédulas hipotecarias en el art. 12 LMH: tomar una determinación sobre la regulación anterior de dichos valores. Efectivamente, en el momento de entrar en vigor la LMH y aún actualmente, las cédulas hipotecarias están recogidas en dos normas distintas: en la propia LMH desde 1981 y en el Código de Comercio (arts. 199 y ss) desde 1889. Esta duplicidad de regulaciones conlleva ciertos desajustes para las cédulas, sobre los que ahora no nos extenderemos.

Pues bien, lo mismo sucede con las cédulas territoriales. En los arts. 199 y ss. del Código de Comercio, y desde 1889, vienen regulados unos títulos denominados «obligaciones especiales» cuya finalidad máxima es la refinanciación de los «préstamos al Estado, a las provincias y a los pueblos» (art. 206.2 CCom.). Por lo tanto, las cédulas territoriales del ALF no tienen otra finalidad más que la misma de las «obligaciones

12. Podemos hallar la regulación de las *Kommunalschuldverschreibungen* alemanas a lo largo de la *Hypothekenbankgesetz* (HBG) o Ley de Bancos Hipotecarios alemanes de 13 de julio de 1899 (RGBI I S. 37), especialmente en el §§ 1 Nr. 2 y 41 HBG. En Luxemburgo, las *lettres de gage* públicas vienen reguladas en el art. 12 de la Ley de 23-10-1997, sobre bancos de emisión de títulos de crédito. Respecto a la regulación irlandesa, disponemos del Proyecto de Ley de la *Asset Covered Securities Bill* de 2001, que regula el crédito a los entes públicos y su refinanciación en diferentes puntos de su normativa: Secciones 5, 14, ..., a 51. Debemos destacar, de esta regulación, que puede haber entidades habilitadas para realizar solamente créditos a los entes públicos o, junto a estos, conceder también préstamos hipotecarios.

especiales» existentes en nuestro ordenamiento desde hace más de una centuria. Entonces, ¿con qué finalidad se crean estos nuevos valores?

El problema es que no nos consta que, al menos desde la aparición de la LMH, las «compañías o bancos de crédito territorial» hayan emitido alguna vez obligaciones especiales para refinanciar los créditos concedidos a los entes públicos⁻¹³⁻. De hecho, éstos han utilizado en gran medida la deuda pública para subvencionarse (bonos del Estado, Letras, Pagarés, etc.) y no tanto los créditos concedidos por las cajas y bancos privados, de manera que éstos no se han visto en la necesidad de refinanciarse mediante obligaciones especiales. Pues bien, si lo que pretendía el ALF era potenciar este tipo de valores para así potenciar a su vez el crédito privado a las entidades públicas, lo que debería de haber hecho era *mejorar* la regulación que el Código de Comercio hace de las obligaciones especiales, dando a las cédulas territoriales una mejor regulación y mayores garantías para atraer a los inversores (particulares y profesionales, españoles o extranjeros).

Pero atendiendo al siguiente cuadro comparativo, vemos que el legislador tampoco ha tomado las medidas necesarias para mejorar la calidad y la garantía de estos valores en sus aspectos más relevantes: qué acciones tiene el cedulista (titular de cédulas territoriales) en caso de impago contra la entidad emisora, qué sucede en caso de quiebra de la entidad emisora, la calidad de los créditos y la ausencia de sociedades especializadas.

CUADRO COMPARATIVO

OBLIGACIONES ESPECIALES (arts. 199.2, 206.2, 207, 208 CCom.)	CÉDULAS TERRITORIALES (art. 13 ALF)
El concepto «obligaciones especiales» no está reservado para los valores del art. 199.2 CCom., de manera que no es exclusivo para ellos, pudiendo generar inseguridad entre los inversores ⁻¹⁴⁻ .	La denominación «cédulas territoriales» tampoco está reservada a los valores del art. 13.1 ALF.
EXPLICACIÓN: la reserva, exclusividad y protección de denominación de unos valores es otra vía para su protección. De este modo son conocidos por los inversores y no pueden surgir otros valores con este nombre, que tengan distinta naturaleza jurídica y que no cumplan los requisitos legales de garantía o de emisión. Ello sucede con el art. 43.1 RMH respecto a los valores hipotecarios. Entendemos, pues, que es necesaria una protección de la denominación similar para las cédulas territoriales.	EXPLICACIÓN: la reserva, exclusividad y protección de denominación de unos valores es otra vía para su protección. De este modo son conocidos por los inversores y no pueden surgir otros valores con este nombre, que tengan distinta naturaleza jurídica y que no cumplan los requisitos legales de garantía o de emisión. Ello sucede con el art. 43.1 RMH respecto a los valores hipotecarios. Entendemos, pues, que es necesaria una protección de la denominación similar para las cédulas territoriales.

13. Habiendo comprobado las emisiones de valores registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) desde 1997, las obligaciones especiales no se han utilizado nunca (www.cnmv.es). Del mismo modo, el conocimiento de estos valores a nivel práctico (instituciones de crédito, técnicos de la CNMV, agencias de rating e incluso doctrina) no parece estar muy generalizado.

14. A diferencia de lo que sucede, como hemos dicho, con los cuatro valores del Mercado Hipotecario: cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios, participaciones hipotecarias y bonos de titulización hipotecaria (art. 43 RMH).

V. COLABORACIONES / 5

EL ANTEPROYECTO DE LEY FINANCIERA Y LA REFINANCIACIÓN CREDITICIA:
UNA REFORMA INADECUADA E INNECESARIA

CUADRO COMPARATIVO

OBLIGACIONES ESPECIALES (arts. 199.2, 206.2, 207, 208 CCom.)	CÉDULAS TERRITORIALES (art. 13 ALF)
Los créditos que pueden refinanciarse mediante obligaciones especiales son aquéllos de las entidades de crédito concedidos al (art. 206.2 CCom.):	Los créditos a refinanciar por cédulas territoriales so (art. 13.1 ALF) los concedidos al:
Estado	Estado
Comunidades Autónomas	Comunidades Autónomas
Entes locales	Entes locales
Organismos Autónomos	Organismos Autónomos
Entidades públicas empresariales	Entidades públicas empresariales
Entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo	Entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo
(art. 13.1 ALF) ⁻¹⁵⁻	(art. 13.1 ALF) ⁻¹⁵⁻
Representación por títulos nominativos o al portador (art. 207.1 CCom.), aunque nada impide su calificación como valores negociables de la Ley del Mercado de Valores de 1989 ⁻¹⁶⁻ (ser susceptibles de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado de indole financiera) (art. 2 b), d) y f) RD 291/1992.	Está prevista únicamente su representación mediante tación contable (art. 13.6 ALF).
Son valores que conllevan un título ejecutivo (art. 207.2 CCom.; art. 517 LEC).	También conllevan un título ejecutivo (art. 13.4.2 AL. art. 517 LEC).
Se pueden emitir sobre el 100% de los créditos a los entes públicos (art. 206.2 CCom.). No hay medidas previstas para el mantenimiento o la recuperación de la proporción; alto riesgo de falta de cobertura.	El importe de las cédulas no puede superar el 90% de los créditos a los entes públicos (art. 13.3.1 AL). Se prevén mecanismos para recuperar la proporción (13.3.2 ALF). Existe, pues, un exceso de cobertura legalmente previsto, hecho que hace reducir el riesgo de impago.
Garantía legalmente prevista para el caso de ejecución del valor <i>al margen</i> del supuesto de quiebra de la entidad emisora: Gozan de un crédito privilegiado por el art. 1.922 CC (art. 208 CCom.) tanto sobre la masa de cobertura (los créditos concedidos a las entidades públicas por el emisor) (art. 208.1 CCom.) como sobre el resto del patrimonio del emisor (art. 208.2 CCom.)	La garantía de las cédulas territoriales al margen de quiebra de la entidad emisora se concreta en el art. 1 ALF y consiste en:
EXPLICACIÓN: existe un problema al determinar dónde se ubica el crédito privilegiado del art. 208 CCom. fuera del ámbito del Código de Comercio (la quiebra). Al ser los créditos a los entes públicos bienes muebles, deberá ir necesariamente al art. 1.922 CC en caso de concurrencia con otros	Derecho de crédito preferente del art. 1.922 CC únicamente sobre los créditos de cobertura (aquellos cuya razón se han emitido los valores)
15. A tenor de la redacción del art. 13.1 ALF no queda claro si los entes del Espacio Económico Europeo a los que se puede prestar para refinanciar por cédulas territoriales son sólo «las entidades de naturaleza análoga a las entidades públicas empresariales» o también se incluyen los estados y entes menores del Espacio Económico Europeo.	EXPLICACIÓN: la garantía que prevé el ALF para las cédulas territoriales en situaciones de impago al margen de la quiebra es <i>más débil</i> que la que prevé el art. 208 CCom. para las obligaciones especiales, principalmente por dos motivos:
16. Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE núm. 181, de 29 de julio de 1998; edición de errores BOE núm. 122, de 23 de mayo de 1989 y en núm. 185, de 4 de agosto).	a) El privilegio de las obligaciones especiales recae sobre los valores de cobertura (créditos) como sobre resto del patrimonio del emisor. Las cédulas territoriales tienen derecho preferente sólo sobre los créditos de cobertura.

15. A tenor de la redacción del art. 13.1 ALF no queda claro si los entes del Espacio Económico Europeo a los que se puede prestar para refinanciar por cédulas territoriales son sólo «las entidades de naturaleza análoga a las entidades públicas empresariales» o también se incluyen los estados y entes menores del Espacio Económico Europeo.

16. Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE núm. 181, de 29 de julio de 1998; edición de errores BOE núm. 122, de 23 de mayo de 1989 y en núm. 185, de 4 de agosto).

CUADRO COMPARATIVO	
OBLIGACIONES ESPECIALES (arts. 199.2, 206.2, 207, 208 CCom.)	CÉDULAS TERRITORIALES (art. 13 ALF)
acreedores en ejecución singular (tercerías de mejor derecho). Otra cosa es el rango dentro del art. 1.922 CC. Si siguiésemos el tenor del art. 208.1 y 2 CCom. los cedulistas tendrán preferencia «sobre todo otro acreedor u obligación».	b) La remisión al art. 1.922 CC que efectúa el art. 13.4.1 ALF no la hace, a diferencia del art. 208 CCom., de manera que los cedulistas sean preferentes frente a cualquier otro acreedor, sino que deja indeterminada su posición dentro del art. 1.922 CC. Ello aporta más inseguridad para los cedulistas y menos garantía.
Garantía legalmente prevista para el caso de <i>quiebra</i> de la entidad emisora:	Garantía legalmente prevista para el caso de <i>quiebra</i> de la entidad emisora:
Crédito privilegiado, situado en el art. 913.2 CCom. al que se llega a través del art. 208.1 y 2 CCom., sobre todo el patrimonio de la entidad emisora.	Derecho de crédito privilegiado situado en el art. 913.3 CCom., al que se llega a través del art. 13.4.1 ALF
EXPLICACIÓN: la garantía prevista para las cédulas territoriales en caso de quiebra de la entidad que las emite la calificamos de totalmente <i>insuficiente</i> , por dos importantes motivos:	
a) Tiene incluso peor rango que la garantía de las obligaciones especiales (913.2 de éstos frente al 913.3 de las cédulas territoriales)	
b) Y, sobre todo, porque no responde a las expectativas de los inversores ni a sus modelos homónimos en Derecho comparado. Desde 1998, la HBG alemana (§35 HBG) prevé la creación de un patrimonio especial de cobertura tanto para las cédulas hipotecarias como para las cédulas públicas (§41 HBG). La misma garantía se prevé en el Proyecto de Ley de Irlanda sobre valores garantizados (Secciones 72, 73, 77 y 79). Con ello se consigue que los valores de cobertura (créditos) de las cédulas no se vean afectados por un procedimiento de quiebra general de la entidad emisora, de manera que dicho patrimonio especial puede ser adquirido por una tercera entidad de crédito que se hace cargo del pago de las cédulas, las cuales no habrán vencido a causa de la quiebra. Esto, junto a la imposibilidad de que cualquier otro acreedor no cedulista no pueda ejecutar singularmente los valores de cobertura (preferencia absoluta y exclusiva), es la máxima protección a la que pueden aspirar hoy estos valores en derecho comparado y es lo más apreciado por las agencias de <i>rating</i> para conseguir una buena calificación.	

En general —excepto lo relativo al porcentaje de cobertura—, pues, vemos cómo las «cédulas territoriales» no sólo no son novedad sino que, en lo que a la garantía de los valores se refiere, suponen un *paso atrás* respecto a las obligaciones especiales del Código de Comercio.

Las agencias de *rating* Moody's y Standard & Poor's se pronunciaron ya en su momento¹⁷ sobre la calificación que, a su juicio y siguiendo sus baremos, merecerían

17. El informe de Moody's del que disponemos está fechado el 5 de junio de 2001 y lleva por título *Moody's says that proposed cedulas territoriales in Spain may offer a marginally better loss-severity cushion than existing cedulas hipotecarias - which themselves are a materially better risk than the red debt of the same issuing bank*. Mientras que el de Standard & Poor's es de 12 de junio de 2001 por título *New spanish secured debt instrument to widen issuer's options; key areas still not addressed*.

V. COLABORACIONES / 5 EL ANTEPROYECTO DE LEY FINANCIERA Y LA REFINANCIACIÓN CREDITICIA: UNA REFORMA INADECUADA E INNECESARIA

las cédulas territoriales tal y como vienen configuradas en el ALF. Ambos informes coinciden en cuatro aspectos, que a continuación reseñamos y comentamos:

- a) Aunque las cédulas conlleven un crédito privilegiado, esta garantía está por debajo de sus valores homólogos en derecho comparado, los cuales, en caso de quiebra, posibilitan un beneficio *ex iure crediti* absoluto para estos valores refinaciadore de manera que no se ven afectos en modo alguno por la quiebra del emisor.
 - b) El único punto destacable es su *over-collateralisation*, es decir, el exceso de cobertura de las cédulas territoriales mediante créditos públicos. No obstante, debe señalarse, que ambos informes parten de un porcentaje de cobertura del 70%, mientras que la versión del ALF que nosotros manejamos, esta proporción está situada, como hemos comentado, en el 90% (art. 13.3 ALF), igual que las cédulas hipotecarias.
 - c) Hay algunos aspectos mal regulados como la poca claridad del procedimiento de protección de los valores en caso de quiebra.
 - d) A la hora de calificar una emisión de cédulas territoriales se deberá acudir necesariamente a la fama/solvencia de la entidad emisora, cuando no hubiese sido necesario de haber tenido una garantía clara y suficientemente fuerte.
- Además, Moody's señala que tampoco se señala la necesidad de hacer coincidir el periodo de amortización e intereses de las cédulas con los de los créditos de cobertura. Standard & Poor's se atreve a avanzar que será prácticamente imposible que las cédulas territoriales, reguladas en estas condiciones, puedan obtener su máxima calificación. Advierten, además, de los riesgos que pueden llevar la concesión de crédito a determinados entes públicos.

4. CONCLUSIONES

1. Respecto a la modificación de los requisitos para participar (emitir participaciones hipotecarias) créditos hipotecarios, entendemos que ello no debe desvirtuar lo que son los bonos de titulización hipotecaria, los cuales, vienen hoy configurados como garantía de que todos los créditos participados cumplen los requisitos de la Segunda LMII. Con esta finalidad, las participaciones emitidas sobre créditos que no cumplen dichos requisitos y que se colocuen en un Fondo, deben dar lugar a *other types of collateralised debt instruments*, distintos a los bonos de titulización hipotecaria, necesariamente menos seguros. Además, técnicamente, las *participaciones* se deben agrupar en FTH puesto que son partes de créditos hipotecarios (art. 5.1.1 Ley 19/92). Dado que las participaciones hipotecarias no se pueden agrupar en FTA (Exposición de Motivos RD 926/1998), sino que su lugar son los FTH (ley especial, los FTI no están legalmente definidos como «agrupaciones de participaciones hipotecarias» (art. 5.1.1 Ley 19/92, etc.), la reforma debería contemplar además otros valores distintos de las participaciones que conllevaran un título dominical o de crédito (diferentes

than existing cedulas hipotecarias - which themselves are a materially better risk than the red debt of the same issuing bank. Mientras que el de Standard & Poor's es de 12 de junio de 2001 por título *New spanish secured debt instrument to widen issuer's options; key areas still not addressed*.

bién de cédulas o bonos hipotecarios) sobre los créditos hipotecarios de segunda categoría que se pretendiesen titulizar y entonces colocarlos en un FTA. Vemos, pues, como la reforma que propone el ALF desvirtúa la estructura legal de protección actual de la titulización hipotecaria, pudiendo llevar a confusión a los inversores y pudiendo devaluar finalmente su aceptación en el Mercado.

2. Por lo que se refiere a las cédulas territoriales, vemos cómo no aportan nada nuevo a las ya largamente reguladas obligaciones especiales de los arts. 199 y ss. del Código de Comercio. Si lo que se pretendía con dicha reforma es relanzar la utilización de este tipo de valores en el mercado (refinanciación de los créditos concedidos a los entes públicos por parte de las entidades de crédito) lo que debería haberse hecho, a nuestro entender, es adaptar la protección y garantía de estos valores a la de sus homólogos europeos (alemanes, irlandeses o luxemburgueses), sobre todo en lo referente al derecho de separación absoluta en caso de quiebra del emisor. Para esta cuestión, nosotros proponemos dos soluciones: o bien que se dejen de regular las cédulas territoriales por innecesarias e incluso peor garantizadas que las ya existentes obligaciones especiales del Código de Comercio y que se potencien éstas; o bien que se cambie su regulación en la futura Ley Financiera para adaptarlos al nivel de protección europeo con el fin de que puedan competir en el mercado en condiciones, al menos teóricas, de igualdad.

REFERENCIAS

- DEL POZO, E., «El 'caso Gescartera' retrasa la aprobación de importante legislación económica», *Diario Expansión*, 1-10-2001.
- MINGUEZ PRIETO, Rafael, «Reflexiones sobre el anteproyecto de Ley Financiera (I y II)», *Diario Expansión*, 18-4-2001 y 20-4-2001.
- MOODY'S, *Moody's says that proposed cedulas territoriales in Spain may offer a marginally better loss-severity cushion than existing cedulas hipotecarias -- which themselves are a materially better risk than unsecured debt of the same issuing bank*, Informe de 5-6-2001.
- STANDARD & POOR'S, *New spanish secured debt instrument to widen issuer's options; key areas still not addressed*, Informe de 12-6-2001.