



Con el fin de reconocer y estimular la labor creadora y de investigación y valorando su practicidad, el CEF convocará, con carácter nacional, el

Premio ESTUDIOS FINANCIEROS 2005

CONVOCATORIA

edición para las modalidades de:

TRIBUTACIÓN
CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
DERECHO DEL TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL

edición para la modalidad de:

RECURSOS HUMANOS

edición para las modalidades de:

DERECHO CIVIL Y MERCANTIL
DERECHO ADMINISTRATIVO

EXTENSIÓN DE LOS TRABAJOS

modalidades 1, 2, 3 y 4: mínimo 35 páginas y máximo 75. Para las modalidades 4 y 5: mínimo 20 y máximo 35. En todos los casos las hojas en tamaño DIN-A4 y el tamaño de la letra en puntos e interlineado de 1,5.

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

C/ Gran de Gràcia, 171 C/ Alboraya, 23 C/ Viriato, 52
28012 BARCELONA 46010 VALENCIA 28010 MADRID
Telf.: 914 150 988 Telf.: 993 614 199 Telf.: 914 444 920
www.ccf.es • 902 88 89 90 • info@ccf.es



DOTACIONES ECONÓMICAS

Para las modalidades 1, 2, 3 y 4 las dotaciones serán:

Primer premio:	9.000 euros
Segundo premio:	4.500 euros
Accésit especial:	1.500 euros
Accésit:	600 euros

Las dotaciones del Premio «Estudios Financieros» están exentas en el IRPF (BOE del 11-6-1993 y del 31-5-1995).

Para las modalidades 5 y 6 las dotaciones serán:

Primer premio:	4.500 euros
Segundo premio:	2.250 euros
Accésit:	400 euros

LUGAR, PLAZO Y CONVOCATORIA

Los trabajos se presentarán en las Secretarías del CEF, finalizando el plazo el día 29 de abril de 2005, a las 20 horas.

La convocatoria se publicará en el BOE a lo largo del mes de marzo de 2005.

DICIEMBRE 2004 - Núm. 261

ESTUDIOS FINANCIEROS

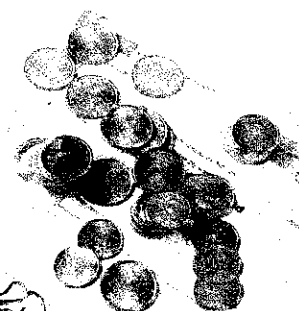


ESTUDIOS FINANCIEROS

REVISTA MENSUAL NÚM. 261

CONTABILIDAD y TRIBUTACIÓN

- comentarios
- casos prácticos



DICIEMBRE 2004

El borrador de programa del Secretariado no menciona otras diversas cuestiones cuya inclusión había sido propuesta por las empresas ⁵⁷ o por las administraciones ⁵⁸. Tiene especial relevancia la relacionada con los métodos de determinación de los precios de transferencia, sugerida, con unos u otros matices, tanto por aquéllas como por éstas. Las empresas proponen la armonización de las metodologías, sin perjuicio de las Guidelines de la OCDE, en vista de las discrepancias que perciben en la aplicación del principio *arm's length* entre los Estados miembros. Las administraciones sugieren la elaboración de un sistema o jerarquía de los métodos, en particular en los casos en los que se realizan funciones y operaciones complejas y no hay *comparables* disponibles, como en los de operaciones singulares o sobre intangibles, y apuntan la posibilidad de recomendar en tales casos a las empresas y las administraciones un «planteamiento residual» uniforme, es decir, aplicar diferentes métodos de determinación de precios de transferencia en varios pasos consecutivos.

Una cuestión de interés propuesta por las empresas y no recogida en el borrador de programa del Secretariado es la de las metodologías para empresas reguladas (banca y seguros y empresas en las que el precio al consumidor u otros aspectos está regulado de manera distinta en los diversos países).

TRIBUTACIÓN

PATRIMONIOS FINANCIEROS SIN
PERSONALIDAD, NATURALEZA
JURÍDICA Y RÉGIMEN TRIBUTARIONúm.
76/2004

SERGIO NASARRE AZNAR

Profesor de Derecho Civil. Universidad Rovira i Virgili

ESTELA RIVAS NIETO

Profesora de Derecho Financiero y Tributario. Universidad Rovira i Virgili

sergio.nasarre@urv.net

estela.rivas@urv.net

Extracto:

LA presencia en España de vehículos financieros basados en agrupaciones de activos sin personalidad jurídica y su disperso régimen jurídico comporta una serie de inconvenientes (como la inseguridad jurídica, la desprotección de los inversores, la falta de coherencia con el resto del ordenamiento jurídico) que bien podrían solucionarse adoptando un régimen general de la fiducia que siguiese los parámetros del *trust* anglosajón, que como figura del *common law* flexible es utilizada en todos los ámbitos de la vida (no son *inter vivos* sino también *mortis causa*) y que da una coherencia y estabilidad al sistema del que carecemos en los países de *civil law*, donde hemos ido adoptando dicha institución de manera parcial y desordenada. Aparte de su estructura jurídico-económica, los fondos (de pensiones, de inversión o de titulización) basan su éxito en su tratamiento fiscal. Así, se presenta en este trabajo el gravoso tratamiento fiscal de algunos de estos vehículos que, en ocasiones, conlleva ineficiencia en su funcionamiento, especialmente si los comparamos con sus correspondientes en derecho comparado (REITs, FREITs, CMOs, etc.), que también se analizan.

⁵⁷ Doc. cit. en la nota anterior.

⁵⁸ Contribution from Member States on the possible extension of the Forum's two years mandate, JTPF/014/BACK/2004/EN.

Sumario:

Abreviaturas.

1. Los vehículos financieros sin personalidad.
2. Problemática jurídica de los vehículos financieros. Aspectos generales.
3. Los dos tipos de patrimonios financieros sin personalidad en España.
 - 3.1. Los fondos en copropiedad.
 - 3.1.1. Características.
 - 3.1.2. Problemática.
 - 3.2. Los fondos tipo deuda.
 - 3.2.1. Características.
 - 3.2.2. Problemática.
4. Los originales de nuestros vehículos financieros y su estructura fiduciaria en derecho anglosajón.
5. La fiducia como herramienta de eficacia financiera.
 - 5.1. Posición actual de la jurisprudencia de nuestros tribunales.
 - 5.2. La fiducia como solución global. Características de una adecuada fiducia financiera.
6. Régimen impositivo de los fondos financieros sin personalidad jurídica.
 - 6.1. Primera etapa: la constitución del fondo.
 - 6.2. Segunda etapa: el inversor.
 - 6.3. Tributación directa de los fondos.
 - 6.4. Sumario de la tributación directa de los fondos.
7. Nuestra propuesta de un nuevo régimen impositivo para los fondos financieros.
8. Conclusión final.

Bibliografía.

ABREVIATURAS

ABS	<i>Asset-backed securities</i>
art.	Artículo
BOE	Boletín Oficial del Estado
CC	Código Civil 1889
CCom.	Código de Comercio 1885
CE	Constitución Española
CMOs	<i>Collateralized mortgage obligations</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas
EEUU	Estados Unidos
FICF	Fondo de Inversión Colectiva de Carácter Financiero
FII	Fondo de Inversión Inmobiliaria
FIMF	Fondo de Inversión Mobiliaria
FJ	Fundamento Jurídico
FREITs	<i>French Real Estate Investment Trusts</i>
FTA	Fondo de Titulización de Activos
FTH	Fondo de Titulización Hipotecaria
IAE	Impuesto sobre Actividades Económicas
IBI	Impuesto sobre Bienes Inmuebles
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
IICI	Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (sociedades y fondos)
IRNR	Impuesto sobre la Renta de no Residentes
IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
IS	Impuesto sobre Sociedades
ITPAJD	Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
LIVA	Ley Reguladora del Impuesto sobre el Valor Añadido, Ley 37/1992, de 28 de diciembre (BOE 29 diciembre 1992, núm. 312, pág. 44.247)

LGT	Ley General Tributaria, Ley 58/2003, de 17 de diciembre (BOE 18 diciembre 2003, núm. 302, pág. 44.987) que deroga la Ley General Tributaria anterior (Ley 230/1963 de 28 de diciembre, BOE 31 de diciembre 1963, núm. 313, pág. 18.248)
LMH	Ley del Mercado Hipotecario (1981)
MBS	<i>Mortgage-backed securities</i>
RD	Real Decreto
RDL	Real Decreto Legislativo
REITs	<i>Real Estate Investment Trusts</i>
RMH	Reglamento del Mercado Hipotecario (1982)
SG	Sociedad Gestora
SGFT	Sociedad Gestora de Fondo de Titulización de Activos
SGFTH	Sociedad Gestora de Fondo de Titulización Hipotecaria
SII	Sociedades de Inversión Inmobiliaria
SPV	<i>Special purpose vehicle</i>
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
STSJ	Sentencia del Tribunal Superior de Justicia
TS	Tribunal Supremo
UK	Reino Unido

1. LOS VEHÍCULOS FINANCIEROS SIN PERSONALIDAD

En las dos últimas décadas, el derecho español ha venido admitiendo de manera creciente la creación de estructuras financieras que incorporan patrimonios separados que carecen de personalidad jurídica y que, por una u otra causa, no pueden englobarse dentro de los patrimonios clásicos del derecho civil. En consecuencia, se han necesitado leyes especiales para poderse desarrollar, dado que las normas del Código Civil (incluido el art. 1.255 CC) resultaban **insuficientes**.

Este proceso comenzó con los fondos de inversión mobiliaria (Ley 46/1984, de 26 de diciembre ¹, derogada por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva ² y regulados en forma de Fondos de Inversión Colectiva de carácter Financiero (FICF) en los arts. 29 a 31) y se fue extendiendo posteriormente a los fondos de inversión inmobiliaria (Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993 ³, hoy también regulados en la Ley 35/2003, arts. 35 a 38), los fondos de titulización hipotecaria (FTH) ⁴, los fondos de pensiones ⁵ y los fondos de titulización de activos (FTA) ⁶. Su culminación como entidades con cierta autonomía jurídica y participantes en el tráfico económico-jurídico la representaron dos normas que, por primera vez, les daban una *personalidad* diferenciada: la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil ⁷ y la Ley del Impuesto de Sociedades (Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo) ⁸, en sus artículos 6.1 y 7.1, respectivamente.

Se trata de conjuntos de bienes agrupados que gozan de cierta autonomía y en los que, a menudo, las funciones de goce, titularidad y administración están permanentemente separados desde su creación. La importancia de su existencia radica en el conjunto (o *pool*, utilizando la terminología anglosajona) de bienes y no tanto en las personas que adquieren derechos sobre el mismo. A menu-

¹ BOE 27 de diciembre 1984, núm. 310, pág. 37.270, sobre Instituciones de Inversión Colectiva.

² BOE 5 de noviembre 2003, núm. 265, pág. 39.220.

³ BOE 5 de octubre 1993, núm. 238, pág. 28.390, rectificaciones en BOE de 16 de octubre 1993, núm. 248, pág. 29.255). No obstante, estos fondos habían nacido con la Ley 19/1992.

⁴ Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria (BOE 14 de julio 1992, núm. 168, pág. 24.123; corrección de errores en BOE núm. 186, de 4 de agosto).

⁵ RDL 1/2002, de 29 noviembre, BOE 13 de diciembre 2002, núm. 298, pág. 43.361.

⁶ RD 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 (BOE núm. 116, 15 mayo 1998, pág. 16.279).

⁷ BOE 8 de enero 2000, núm. 7, pág. 575.

⁸ Es el texto refundido (BOE 11 diciembre 2004, núm. 61, pág. 10.951) de la ley anterior, Ley 43/1995, de 27 de diciembre.

do son patrimonios afectos a una determinada finalidad y que deben ser administrados y disfrutados conforme a la misma. A diferencia de lo que ocurre con las fundaciones⁹, dichos patrimonios tienen *entidad propia* pero no tienen personalidad jurídica¹⁰.

La importancia económica¹¹ de estos vehículos radica en hacer posibles las inversiones de los pequeños ahorradores que han visto cómo se han ido convirtiendo en conductores o han ido adquiriendo otro tipo de derechos sobre un determinado número de viviendas en alquiler, propiedades comerciales, inversiones en multitud de valores, etc. Además, dichos vehículos representan una buena alternativa a los depósitos a plazo en las instituciones de crédito. Por su parte, los inversores institucionales, gracias a la desintermediación bancaria, tienen con estos vehículos la posibilidad de acceder directamente a los mercados de capitales e inmobiliario sin necesidad de intermediarios (bancos, cajas u otros).

No obstante, la calidad de su regulación jurídica y su potencial de eficiencia económica teórica en base a ésta no son acordes con su importancia económica.

2. PROBLEMÁTICA JURÍDICA DE LOS VEHÍCULOS FINANCIEROS. ASPECTOS GENERALES

De todos es sabido que el origen de estos vehículos financieros capaces de aglutinar un conjunto de cosas bajo un mismo patrimonio que es administrado por un gestor en beneficio de otros es anglosajón: el *trust*¹². De hecho, estamos ante de una multitud de *trusts* diferentes¹³ que no pueden

⁹ Artículo 4 Ley 50/2002, de 26 diciembre, de Fundaciones (BOE 27 diciembre de 2002, núm. 310, pág. 45.504).

¹⁰ Artículo 11.1 RDL 1/2002, que aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones; artículo 3.1 Ley 35/2003, artículo 18.1 Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, artículo 5.1 Ley 19/1992 y artículo 1 RD 926/1998.

¹¹ Siguiendo los datos que ofrece la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en su *Informe anual sobre los mercados de valores 2001*, CNMV, Madrid, 2002 (www.cnmv.es), fecha de consulta 15 de julio de 2003, el capital gestionado por los 2.400 fondos de inversión mobiliaria en 2001 ascendían a 137.500 millones €, con un total de 5,8 millones de participes (inversores) (pág. 84). Por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión inmobiliaria en ese mismo año ascendió a 1,5 billones € y el número de participes estaba en 53.000, aunque solamente existían 5 fondos de este tipo, encontrándose uno de ellos en liquidación (pág. 91). Por su parte, también en 2001 se emitieron 5.074 millones € en bonos de titulización hipotecaria y otros 6.726 millones € en bonos de titulización de activos (pág. 41). Atendiendo, por otra parte, al *Informe 2002. Seguros y Fondos de pensiones* del Ministerio de Economía, Secretaría de Estado de Economía. Dirección general de seguros y fondos de pensiones (www.dgsfp.mineco.es), fecha de consulta 15 de julio de 2003, el volumen acumulado en los 2.775 planes de pensiones existentes en 2002 (pág. 205), era de 49.373 millones € (pág. 202) en los que participaron (inviertieron) 6.447.898 participes (cifra con duplicidades) (pág. 212).

¹² HAYTON, David, *Twentieth century continental developments in wealth generation and preservation*, «Trusts and their commercial counterparts in continental Europe», The Association of Corporate Trustees, Enero 2002, págs. 38-43; ver también BORRÁS, A y GONZÁLEZ BEILFUS, C., *National report for Spain*, en HAYTON, D.J., KORTMANN, S.C.J.J. y VERHAGEN, H.L.E., (eds.) «Principles of European trust law», 1999, Kluwer Law International and W.E.J. Tjeenk WILLINK, págs. 162 y 163; ORTÍ VALLEJO, Antonio, *Las nuevas formas de movilización de la propiedad inmueble: especial consideración de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Conferencia realizada el 15 de diciembre de 1996 en la Academia Granadina del Notariado, pág. 9.

¹³ De la misma opinión son CÁMARA LAPUENTE, Sergio, «Operaciones fiduciarias o trusts en Derecho español», *RCDI*, núm. 654, septiembre-octubre 1999, págs. 1.839-1.843, que se refiere a los Fondos de Inversión Inmobiliaria y a los Fondos de Pensiones. También apoya nuestra opinión BADOSA COLL, Ferran, *Examen de tres «esquemas fiduciarios en*

serlo porque dicha institución no está admitida en nuestro ordenamiento jurídico y que han sido, en cierto modo, «disfrazados». Fuera del ámbito financiero, se han legislado en España (y, por lo tanto, «civilizado») *trusts* como el de la multipropiedad¹⁴ y el reciente patrimonio protegido de las personas con discapacidad creado por la Ley 41/2003, de 18 de noviembre¹⁵.

De hecho, la fórmula del *trust* anglosajón se ha ido exportando a diversas jurisdicciones que, con mayor o menor éxito, los han ido adaptando a su normativa interna. Naturalmente, los ordenamientos de *common law* han tenido relativamente pocos problemas a la hora de utilizar la flexible figura del *trust* con finalidades financieras¹⁶. Han sido los ordenamientos de derecho civil los que han tenido que afrontar mayores dificultades para recoger una figura fiduciaria con las funciones del *trust* anglosajón¹⁷, aunque algunos ya contaban con instituciones similares al *trust* (o que buscan su misma finalidad), como son la fiducia romana, la *Bewind*¹⁸ o la *Treuhand*¹⁹.

Tanto el legislador español como nuestros tribunales²⁰ han sido siempre muy reacios a los negocios de naturaleza fiduciaria, pero sorprendentemente los han ido introduciendo veladamente en sus normas y resoluciones. Para nosotros es peor el remedio que la enfermedad²¹. Es decir, por un lado se ha rechazado de pleno la conveniencia de admitir la institución fiduciaria más extendida

el Derecho español (La venta en garantía, la legitimación dispositiva sobre bienes con titular y la gestión de patrimonios sin titular), «Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Luis Díez-Picazo», Tomo I, Madrid, 2003, Thomson-Civitas, quien se refiere a ellos como «esquemas fiduciarios», a los que diferencia del negocio fiduciario propiamente dicho (STS 26 de abril 2001, referida a la venta en garantía) (págs. 221 y 222).

¹⁴ Del que nos habla CÁMARA LAPUENTE, *Operaciones fiduciarias...*, pág. 1.839.

¹⁵ De protección patrimonial de las personas con discapacidad y de modificación del Código Civil, de la Ley de Enjuiciamiento Civil y de la Normativa Tributaria con esta finalidad (BOE 19 de noviembre 2003, núm. 277, pág. 40.852). Este patrimonio está destinado a cubrir las necesidades del incapaz (que es el beneficiario de esta fiducia) (arts. 2.1 y 5.4 Ley 41/2003). Viene definido en la ley (Exposición de Motivos II) como conjunto de bienes y derechos, sin personalidad jurídica que se somete «a un régimen de administración y supervisión específico»; es un patrimonio de destino (*Zweckvermögen*). Así, este «patrimonio» tiene las tres figuras típicas del *trust* o de la *fiducia*: el beneficiario es el incapaz; el constituyente (*settlor*) puede serlo él mismo, sus padres o tutores o el guardador de hecho (art. 3.1 Ley 41/2003); y el administrador (*trustee*) será el propio beneficiario o el que se designe en el documento público de creación del patrimonio o la resolución judicial de constitución (art. 5.1 y 6 Ley 41/2003).

¹⁶ Hablamos de Canadá (excepto Québec), Irlanda, Estados Unidos (excepto Louisiana), Australia, Nueva Zelanda, entre otros. También podríamos incluir aquí los sistemas mixtos de Derecho civil y *common law*, como son el escocés (REID, K. G. C., *National report for Scotland*, en Hayton, D.J., Kortmann, S.C.J.J. y Verhagen, H.L.E., (eds.) «Principles of European trust law», 1999, Kluwer Law International and W.E.J. Tjeenk Willink, , pag. 68), el maltés (Trust Act 1988) o el de las islas Mauricio (Trusts Act 1989, s. 2).

¹⁷ Tenemos los ejemplos de Argentina (arts. 1 y 14 Ley 24.441 de 1995), México (LGTOC), Honduras (art. 1.048 Código de Comercio), Colombia (art. 1.233 Código de Comercio), Costa Rica (art. 634 Código de Comercio), Chile (arts. 132, 136 y 138 Ley 19.301), Venezuela (art. 1 Ley 23 de julio 1956), Rusia (Decreto 2.296, 24 de diciembre 1993), Japón (Ley de *trusts* 1922), Liechtenstein (art. 897 Personen- und Gesellschaftsrecht 1926), Luxemburgo (art. 2 Decreto Granducal 19 Julio 1983), Louisiana (art. 1731 Louisiana Trust Code 1964, insertado en el Código Civil), Israel (Código del *Trust* 1980), Québec (arts. 1260-1298 Código Civil del Québec) y Etiopía (art. 516 Código Civil de Etiopía 1960).

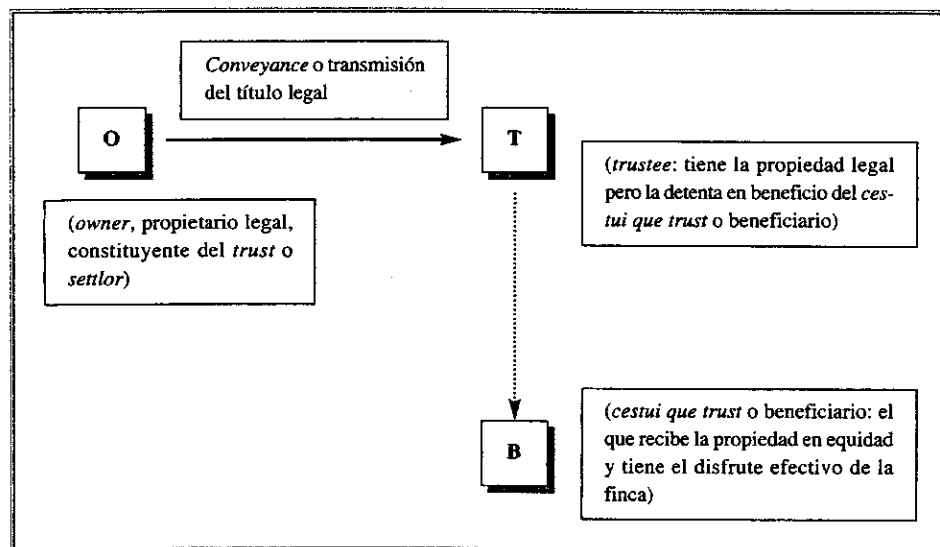
¹⁸ Institución fruto del derecho romano-holandés, está vigente en Holanda (art. 3:126-165 BNW) y fue exportada a Sudáfrica en la figura del *Bewindhebber* (LUPOI, Maurizio, *Trusts: a comparative study*, traduc. Simon Dix, Cambridge, 2000, Cambridge University Press, pág. 298).

¹⁹ Institución creada jurisprudencialmente en Alemania.

²⁰ *Vid. Infra*.

²¹ De esto parecen ser más conscientes en el extranjero que en nuestro país (HAYTON, *Twentieth...*, pág. 31).

en el mundo, el *trust* (ni tan siquiera se ha ratificado el Convenio de La Haya de 1985), y, por otro, se han ido creando instituciones para fiduciarias, como los vehículos financieros objeto de este estudio, que actualmente mueven millones de euros. La estructura de un *trust* anglosajón es la siguiente:



Comparando esta estructura con los vehículos financieros objeto de este estudio, tenemos ²²:

Participante en la estructura fiduciaria	Descripción	Trust del Common law	Fondos financieros españoles
Constituyente	Es quien constituye la fiducia	Owner o settlor. Puede ser: 1) un tercero distinto del fiduciario y del beneficiario; 2) o puede ser, al tiempo, también el <i>trustee</i> (uno que detenta la plena titularidad de un derecho se declara él mismo fiduciario y la pasa a gestionar en beneficio de otro)	1) Puede ser una <i>entidad de crédito madre</i> de la que depende, de una u otra manera, el vehículo financiero; 2) o bien puede ser el <i>fiduciario</i> mismo quien organice un fondo para gestionarlo en beneficio de otros.

²² Una mayor explicación puede encontrarse en NASARRE AZNAR, Sergio, «Seis temas de *common law*», *La Notaria*, febrero 2003 y en los escritos que allí se citan.

Participante en la estructura fiduciaria	Descripción	Trust del Common law	Fondos financieros españoles
Constituyente (cont.)		3) O puede pasar a ser el beneficiario: uno declara a otro <i>trustee</i> de un derecho propio del que pasa a ser mero beneficiario	
Fiduciario	Es quien tiene facultades para gestionar los bienes colocados en fiducia	Trustee. El <i>trustee</i> en <i>common law</i> tiene la propiedad legal (meramente para gestión) en beneficio de los <i>beneficiaries</i> . Para operaciones financieras el <i>trustee</i> suele ser corporativo, dada la administración profesional que conlleva un <i>trust</i> de estas características ²³ y tiene derecho a cobrar una comisión por sus servicios.	Sociedad gestora. Desempeña las mismas funciones que el <i>trustee</i> anglosajón, aunque sin detentar ningún derecho dominical sobre los bienes que gestiona. A cambio, tiene derecho a cobrar una comisión por sus servicios.
Beneficiario	Es quien recibe los beneficios derivados de los bienes colocados en fiducia	Beneficiary. Detenta la propiedad en equidad que le faculta a recibir los beneficios/rendimientos de las cosas colocadas en <i>trust</i> .	Los inversores en los fondos. Éstos, sea cual sea su posición jurídica (copropietarios o coacreedores), siempre tienen derecho a los rendimientos que se derivan de las cosas colocadas en el fondo (tipo dominio) o que se generen por causa de éstos (tipo crédito).

Por lo tanto, en esencia, nuestros vehículos financieros son *trusts*, en tanto que cumplen perfectamente con la estructura de sus referentes en derecho comparado, aunque no pueden ni denominarse así ni están amparados por una institución conocida en nuestro derecho que cumpla sus requisitos. Y esto conlleva una serie de riesgos que no siempre son valorados en toda su amplitud ni por el propio legislador ni por los agentes jurídicos ni económicos:

²³ Datos sobre los *trustees* corporativos en EUROPE ECONOMICS, «Economic and financial analysis of commercial and private trusts in the United Kingdom», *The Association of corporate trustees*, enero 2002, págs. 16 y 17.

- a) Inseguridad jurídica. Dicha inseguridad jurídica para los participantes en este tipo de negocios proviene de que no sólo no existe una normativa común que dé cobertura a estas instituciones fiduciarias, sino que además dicha normativa es vacilante respecto a los efectos que pretende provocar a lo largo de la jurisprudencia del TS y en ocasiones es descartada abiertamente por éste ²⁴.
- b) Rigidez. Dada la ausencia de una normativa fiduciaria común, el legislador se ve necesitado de una ley especial que prevea las características para cada institución (y sus participantes) siempre que pretenda importar un exitoso vehículo financiero de un ordenamiento extranjero. Así acaba de volver a suceder con la introducción en España de la titulación sintética a través de la Ley 62/2003.
- c) Incoherencias dentro del ordenamiento jurídico. Dado que cada institución parafiduciaria tiene su propia regulación y problemática, desamparada de normativa general y diferente respecto a otras instituciones parafiduciarias, en caso de darse alguna problemática jurídica no puede acogerse a ninguna normativa por analogía y, si lo hace, desvirtuará a la institución (ej. los patrimonios tipo deuda poco tienen que ver con los de tipo copropiedad), como veremos.
- d) Problemática en su tributación. De hecho, la eficacia de todos estos vehículos se ha visto mermada, en cierta manera, por su tratamiento impositivo. Así, el legislador ha decidido que sin ser empresas deben tributar como empresas, desconociendo que, en su raíz y origen, un *trust* es la antítesis y alternativa a una empresa en los ordenamientos anglosajones. De este modo, ni los REITs, ni los *pools* de las *pass-throughs* ni de las REMICs estadounidenses tributan a nivel de entidad. No obstante, debemos advertir que excesivas ventajas fiscales podrían convertir a España en un paraíso fiscal como Liechtenstein o las Islas Caimán, lugar por cierto, donde se realizan muchas operaciones financieras provenientes de la Gran Bretaña (*off-shore trusts*) ²⁶.

Todo el volumen de negocio ²⁷ que generan estas instituciones parafiduciarias tiene débiles bases jurídicas que amenazan con desmoronar el sistema en caso de que empiecen a aparecer problemas (impagos de valores, concursos de fondos o sociedades gestoras, etc.).

De la naturaleza jurídica de estos vehículos en España, de su optimización jurídico-financiera y de su problemática tributaria hablaremos en el presente estudio.

²⁴ Vid. *infra*.

²⁵ Vid. *infra*. la explicación de estas figuras.

²⁶ También ver más adelante.

²⁷ Vid. *supr.* los datos que hemos aportado.

3. LOS DOS TIPOS DE PATRIMONIOS FINANCIEROS SIN PERSONALIDAD EN ESPAÑA

Los diferentes tipos de fondos de cosas pueden ser clasificados en dos, desde el punto de vista del inversor ²⁸:

- Los patrimonios tipo copropiedad.
- Los patrimonios tipo deuda.

Los **primeros** se caracterizan, esencialmente, porque sus inversores son copropietarios del fondo y la obtención de rendimientos está justificada con ese título dominical. Ejemplos de este tipo son los fondos de inversión colectiva de carácter financiero (arts. 29 a 31 Ley 35/2003), los fondos de inversión inmobiliaria (arts. 35 a 38 Ley 35/2003 y art. 15 Orden 24 de septiembre 1993) y los fondos de pensiones ²⁹ (art. 8.4 RDL 1/2002) ³⁰.

En los **patrimonios tipo deuda**, los inversores son acreedores del fondo (y en base a ese derecho de crédito obtienen los rendimientos), como sucede en los fondos de titulización hipotecaria ³¹ y en los fondos de titulización de activos ³².

Cada uno de estos tipos tiene sus propias características, que vemos a continuación.

²⁸ El punto de vista de la clasificación no es baladí, sino que resulta esencial para luego entender cada una de las estructuras, derechos y obligaciones de las partes y la naturaleza jurídica de los fondos.

²⁹ A diferencia de lo que ocurre con el resto de fondos tipo dominio, la legislación de los fondos de pensiones no especifica claramente que los partícipes tengan un derecho dominical sobre el fondo. Salvo algunas particularidades, lo esencial en estos fondos para clasificarlos donde lo hemos hecho es que no se trata de que una Sociedad Gestora organice un fondo mediante unos activos que le facilita otra entidad con el dinero obtenido de los inversores, sino que su finalidad es la de recolectar las inversiones a través de los planes de pensiones, que serán colocadas (integradas) en un fondo que puede ser compartido por más de un plan (aunque más del 50% tenían vinculado sólo un plan, según el *Informe 2002* del Ministerio de Economía, pág. 201). Según el artículo 8.4 RDL 1/2002 está claro que los partícipes son copropietarios de lo que aportan al plan y, por extensión, de la parte del fondo en la que se integra su inversión. Por último, aunque este tipo de fondos tienen algunas particularidades respecto a los fondos dominicales ortodoxos (ej. la preexistencia del fondo) su naturaleza jurídica y económica es más próxima a una inversión (cuyos rendimientos se obtendrán a la jubilación, baja laboral o defunción) que a los fondos de titulización (fondos tipo deuda).

³⁰ Este artículo dispone que los recursos patrimoniales afectos a cada plan de pensiones pertenecerán a los partícipes y beneficiarios en dicho plan y, según los artículos 2 y 11.8 y 9 RDL 1/2002, los fondos de pensiones son patrimonios creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a los planes de pensiones, de manera que a un mismo fondo pueden vincularse varios planes, cosa que no quita que lo invertido en cada plan por los partícipes les siga perteneciendo a ellos aunque, naturalmente, ya gestionados por otro, la sociedad gestora (art. 13 RDL 1/2002).

³¹ Artículo 5 Ley 19/1992.

³² Artículo 1 RD 926/1998.

3.1. Los fondos en copropiedad.

3.1.1. Características.

Todos los fondos tipo copropiedad tienen una serie de características comunes ³³:

- a) Los inversores se convierten, por ley, en copropietarios del fondo (partícipes). Es decir, adquieren un certificado ³⁴ de cotitularidad indivisa (participaciones) sobre un *pool* de bienes que el gestor se encargará de ir adquiriendo ³⁵. Las participaciones no tienen un valor nominativo (a diferencia de los valores emitidos en estructuras tipo deuda) sino que su valor depende del valor de los bienes que componen el fondo en cada momento dividido por el número total de participaciones ³⁶ y son consideradas valores negociables (art. 7.1 Ley 35/2003).
- b) Los beneficios de los inversores provienen de los rendimientos generados por los bienes colocados en el *pool*. El gestor se encarga de invertir las cuantías desembolsadas por los inversores en activos que den rendimientos: todo tipo de valores negociables en caso de fondos de inversión colectiva de carácter financiero (art. 30 Ley 35/2003), en fincas, mayoritariamente, en caso de fondos de inversión inmobiliaria ³⁷ o, en caso de Fondos de Pensiones, en valores negociables, depósitos bancarios, fincas o en créditos hipotecarios (art. 16.1.2 RDL 1/2002). La calidad, riesgo y naturaleza de los activos en los que se invierte dependerán de las características que tenga o se le quiera dar al fondo. Así, no será lo mismo un fondo compuesto por letras del tesoro y cédulas hipotecarias, cuya ponderación de riesgos es del 0% y del 10% respectivamente atendiendo al artículo 69 de la Directiva 2000/12/CE ³⁸, que un fondo compuesto mayoritariamente por opciones y créditos sin garantizar cuya ponderación del riesgo puede llegar hasta el 100% (art. 30.2 Ley 35/2003). Por lo tanto, el riesgo de las inversiones es asumido directamente por los partícipes en los fondos ³⁹, los cuales pueden ver cómo la cantidad que han invertido se ha visto disminuida a causa de las fluctuaciones económicas y del riesgo asumido.

³³ Pueden irse comparando con las características de los de tipo deuda en el apartado 3.2.1.

³⁴ Representado en un certificado nominativo o por anotación contable (art. 12.2 Reglamento).

³⁵ Artículos 3.1 y 7.1 Ley 35/2003, artículo 18.1 Orden 24 de septiembre 1993 y artículo 16.1 RDL 1/2002.

³⁶ Artículos 7.1 y 2 Ley 35/2003 y 19.1 Orden 24 de septiembre 1993.

³⁷ Artículo 36 Ley 35/2003 y artículo 4.1 Orden 24 de septiembre 1993.

³⁸ Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de marzo de 2000 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (DOCE L 126 de 26-5-2000, pág. 1).

³⁹ Para los Fondos de Pensiones se establecen porcentajes mínimos de inversión segura (art. 16.1.2 RDL 1/2002) y topes en inversiones más arriesgadas (arts. 16.2 y 4 RDL 1/2002), lo que también se establecía para los Fondos de Inversión Mobiliaria en la Ley 46/1984 además de determinados beneficios [arts. 4.1 b) y 4.2], pero que se deja ahora para desarrollo reglamentario en el artículo 30.3 Ley 35/2003.

- c) Los inversores son propietarios sólo nominalmente ⁴⁰ puesto que su «derecho de propiedad» consiste, esencialmente, en el derecho a obtener el reembolso del valor (liquidativo) de sus participaciones y obtener información sobre el fondo (art. 5.2 Ley 35/2003, art. 19.5 Orden, art. 8.5 y 6 RDL 1/2002) ⁴¹. En cambio el fondo está administrado por un gestor que no es propietario de las cosas del fondo pero que tiene por ley todas las facultades dominicales para administrar el *pool* y realizar las inversiones necesarias (arts. 40 y 46.2 Ley 35/2003 y art. 13 RDL 1/2002 en contra del art. 348 CC). O sea, que los inversores, aun siendo copropietarios del fondo ni lo pueden disolver, ni gestionar, ni realizar las inversiones que ellos consideren. Todas estas facultades están atribuidas necesariamente a un tercero: la sociedad gestora (SG). Por ley, además, la SG deberá actuar siempre en interés de los partícipes (art. 46.2 Ley 35/2003) y tiene derecho a cobrar comisión por sus servicios. De que la SG cumpla con sus obligaciones para los inversores, debe encargarse el depositario, que tiene funciones de vigilancia y de garantía de los activos del fondo (arts. 57 y 60 Ley 35/2003 y 21 RDL 1/2002) ⁴². SG y depositario están obligados a exigirse responsabilidad mutuamente si incumplen sus obligaciones hacia los partícipes, pero esta acción deben realizarla siempre en nombre (y en beneficio) de los partícipes (arts. 46.4 y 62.2 Ley 35/2003 y art. 22 RDL 1/2002). Si es el depositario quien incumple, los partícipes pueden iniciar la acción de responsabilidad contra él (art. 62.2 Ley 35/2003), y, naturalmente, y en base al artículo 46.4 Ley 35/2003 y 22 RDL 1/2002 también podrán los inversores dirigirse contra la SG, que debe cumplir sus obligaciones con la diligencia «de un ordenado empresario y de un representante leal» (art. 40.4 Ley 35/2003).
- d) Normalmente, los inversores preexisten a los FICF, a lo que parecía obligar el derogado artículo 17.3 Ley 46/1984, pero que ha flexibilizado el artículo 4 Ley 35/2003, que señala que se constituirá cuando se documente por contrato la existencia de una o varias aportaciones iniciales aunque la suscripción pública de participaciones puede realizarse con anterioridad a la constitución. Por su parte los fondos de pensiones pueden ser preexistentes a la existencia de inversores (partícipes) ya que puede ser que los planes de pensiones (a través de los cuales se vehiculan las aportaciones de los partícipes) les queden vinculados posteriormente [art. 6.1 d) RDL 1/2002] ⁴³. Lo que sí tienen en común todos los fondos tipo copropiedad es que son fondos abiertos, puesto que el gestor puede ir comprando y vendiendo los activos del fondo para así aumentar la rentabilidad y equilibrar el riesgo (arts. 1.1 y 3.1 Ley 35/2003 y art. 16 RDL 1/2002).

⁴⁰ Artículo 3.1 Ley 35/2003 y artículo 18.1 Orden 24 de septiembre 1993.

⁴¹ El derecho de reembolso de los FICF se determinará reglamentariamente aunque la SG podrá pedir comisión por reembolso (arts. 7.3 y 8 Ley 35/2003). El derecho de reembolso de los fondos de inversión inmobiliaria es más restringido teóricamente debido a la iliquidez de los activos que los componen, aunque ello puede provocar una menor competitividad frente a fondos extranjeros más flexibles, en los que el reembolso es automático y diario (art. 38.2 Ley 35/2003); y en los fondos de pensiones las prestaciones se realizarán sólo en caso de jubilación, incapacidad laboral o muerte del partícipe o beneficiario.

⁴² En los fondos de pensiones existe también la figura de la comisión de control, que supervisa la actuación de la sociedad gestora (arts. 13 y 14 RDL 1/2002).

⁴³ No obstante, a finales de 2002 el 11% de los fondos existentes no tenían ningún plan vinculado según el Informe 2002 del Ministerio de Economía, pág. 201.

e) En caso de concurso de la SG, el fondo no se extingue automáticamente (art. 53.2 Ley 35/2003), pero deberá cesar en la gestión del fondo. Para los FICF se deja para desarrollo reglamentario que sucede con el fondo, aunque hasta ahora se hacía cargo el depositario y si en un año no se encontraba SG sustituta, el fondo quedaba liquidado, el mismo régimen que se prevé aún para los Fondos de Pensiones (art. 23.3 RDL 1/2002). El fondo se extingue según lo dispuesto en el Reglamento de gestión del fondo y las causas establecidas legalmente [art. 24 Ley 35/2003 y art. 11.2.e) RDL 1/2002]. En cualquier caso, parece que la tendencia es que el fondo no puede subsistir sin gestor ⁴⁴.

3.1.2. Problemática.

- a) Naturalmente, lo más importante es cómo puede ser alguien propietario sin tener ningún derecho más que el de beneficiarse de la cosa (fondo); ello es más propio de un usufructuario que de un propietario. Además, si los bienes incluidos en el fondo perteneciesen realmente a los partícipes, estos bienes aportados deberían responder por las deudas contraídas personalmente por éstos, como los bienes de la sociedad de gananciales responden por las obligaciones contraídas por los cónyuges (art. 1.367 CC) o la comunidad hereditaria por las deudas contraídas por los herederos (art. 1.083 CC) y no es así (art. 6.2 Ley 35/2003) ⁴⁵.
- b) Personificación del fondo. Estos fondos, aunque carezcan de personalidad jurídica (art. 3.1 Ley 35/2003) pueden (o deben, en algunos casos) inscribirse en el Registro Mercantil (arts. 10.6 Ley 35/2003 y art. 11.1 RDL 1/2002); reciben tratamiento en la Ley 35/2003 de «Instituciones de Inversión Colectiva» (de carácter financiero o no) incluyendo tanto a fondos como a sociedades con tratamiento idéntico en muchos casos (arts. 29 y 35); es el fondo quien responde por él mismo por sus deudas (art. 6 Ley 35/2003 a *sensu contrario* y art. 12 RDL 1/2002); se practican algunas anotaciones sobre el fondo en sí en el Registro de la CNMV [art. 25.3 c) Ley 35/2003], etc. Los fondos actúan, en definitiva, como una entidad más en el tráfico jurídico ⁴⁶.
- c) El derecho de gestión que la SG tiene sobre el fondo pretende emular la posibilidad que tiene un *trustee* anglosajón de administrar un fondo sin que sus propios acreedores puedan dirigirse contra el fondo. Las leyes de los fondos de inversión colectiva y de pensiones recogen este aspecto expresamente (art. 12.2 RDL 1/2002 y art. 6.2 Ley 35/2003), porque tal protección no se puede extraer de los principios del derecho civil, a diferencia del *trust* que se sustenta por los principios del *common law* y es una de sus características esenciales ⁴⁷.

⁴⁴ Aunque sigan existiendo muchos «copropietarios» del mismo (los inversores), lo que denota la debilidad de esa «copropiedad»; en los *trusts* ingleses se suele permitir que los beneficiarios gestionen ellos mismos los bienes colocados en el fondo fiduciario, lo que no parece ser posible en este caso nuestro (posibilidad de interponer el *breach of trust* y ejercitar el *tracing* o simplemente removerlo y sustituirlo sin causa; ver MARTIN, Jill E., *Hanbury & Martin. Modern Equity*, 15ª Edición, Londres, 1997, Ed. Sweet & Maxwell Ltd., págs. 611 y 659).

⁴⁵ En el mismo sentido ORTÍ VALLEJO, *Las nuevas formas...*, pág. 12.

⁴⁶ Ver también en este sentido a ORTÍ VALLEJO, *Las nuevas formas...*, pág. 15 sobre los fondos de inversión inmobiliaria.

⁴⁷ HANSMANN, Henri y MATTEI, Ugo, «The functions of the trust law: a comparative legal and economic analysis», *New York University Law Review*, Mayo, 1998, pág. 438.

En conclusión, estos instrumentos financieros tienen aceptación en el tráfico económico pero desde el punto de vista jurídico tienen una serie de incoherencias que los hacen estructuralmente débiles: no tienen personalidad pero están personificados, los propietarios no tienen facultades dominicales, las cuales están transferidas al único que por ley no es propietario (gestor), sin gestor el fondo apenas puede subsistir un año, etc. Parece claro que estamos ante una institución fiduciaria, al estilo *trustee* anglosajón ⁴⁸ ya que se trata de unos patrimonios separados, constituidos por una entidad, gestionados por esa u otra entidad en beneficio exclusivo de unos terceros. Desde nuestro punto de vista, para esclarecer las relaciones jurídicas que se dan dentro de cada estructura es necesario acudir a la fiducia, ya que ninguna institución presente hoy en nuestro ordenamiento ⁴⁹ puede dar respuesta a estas incertidumbres.

3.2. Los fondos tipo deuda.

3.2.1. Características.

Los fondos de este tipo comparten una serie de características comunes que pasamos a detallar a continuación:

- a) Los inversores en el fondo son acreedores del mismo. Es decir, tienen un derecho distinto del de propiedad sobre el fondo que les faculta a recibir los rendimientos que éste genera; este derecho es un derecho de crédito legalmente no garantizado ⁵⁰, aunque puede tener cierta prelación según la escritura de constitución del fondo. Los inversores reciben valores que representan dicho derecho de crédito a la percepción periódica de intereses y a la devolución del principal invertido. Estos valores son los bonos de titulización hipotecaria, emitidos por los FTH (art. 5.1 Ley 19/1992 y Exposición Motivos RD 926/1998), y los bonos de titulización de activos, emitidos por los FTA (art. 2.3 RD 926/1998).
- b) Los fondos deben estar constituidos por una serie de activos que generan unos rendimientos periódicos (en forma de principal e intereses) para así poder hacer frente a los pagos debidos a los inversores. Estos activos pueden ser participaciones hipotecarias, créditos o valores que conlleven un derecho de crédito.

⁴⁸ O al menos una estructura fiduciaria (tal y como concluye BADOSA COLL en *Examen de tres...*, pág. 221 para los Fondos de Titulización). Además, *vid. infra*, el papel del *trustee* anglosajón en los *unit trusts*.

⁴⁹ El mandato, insistimos, es insuficiente: los beneficiarios no pueden remover a la SG y sustituirla por otra (art. 1.735 CC), ni darle instrucciones (art. 1.719 CC), ni revocar el mandato (art. 1.732 CC). Además, los beneficiarios carecen de cualquier facultad de disponer de los bienes de los fondos (en contra de los arts. 1.733 y 1.713.2 CC), mientras que la SG tiene amplias facultades que van más allá del mandato general (art. 1.713 CC) puesto que puede enajenar los activos de los fondos sin necesidad de mandato expreso y además sus acreedores personales no pueden dirigirse contra el patrimonio que administra.

⁵⁰ Artículos 5.6 y 8 Ley 19/1992 para los FTH y artículo 2.3 RD 926/1998.

Los activos a incluir en los *pool* dependen de la naturaleza del mismo. Así, si se trata de un FTH, deben ser participaciones hipotecarias (art. 15 LMH) sobre créditos hipotecarios retenidos por la entidad que los originó (art. 5.4 Ley 19/1992) y con determinadas características y requisitos de calidad (art. 5 LMH). Desde la reforma de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero ⁵¹ también pueden titulizarse créditos hipotecarios de «peor calidad» (segundas hipotecas, etc.) mediante los FTH y la emisión de certificados de transmisión de hipotecas, cosa que ya hemos criticado en otro lugar puesto que puede dar lugar a confusiones entre los inversores ⁵². Si son FTA, deben tratarse de créditos (distintos de los hipotecarios, si no sería un FTH) o valores (créditos al consumo, obligaciones con o sin garantía, cédulas territoriales, etc.) que den un flujo de capital estable ⁵³.

- c) Existe un gestor (SG) que se encarga, precisamente, de administrar el fondo. Este gestor está dotado de unas facultades que le permiten cobrar los rendimientos de los créditos y pagar con ellos a los inversores. El gestor nunca puede actuar en su propio beneficio, sino que siempre debe hacerlo en beneficio de los inversores (art. 6 Ley 19/1992 y art. 12 RD 926/1998).

La titularidad y la naturaleza de estos fondos están poco definidas en las leyes, que se limitan a decir que son patrimonios (cerrados (FTH) o cerrados y abiertos (FTA)) separados sin personalidad jurídica (arts. 5.1 Ley 19/1992 y art. 1 RD 926/1998). Nada se explica al respecto de quién es el propietario/titular de estos fondos mientras legalmente se definen como «separados».

- d) Los fondos preexisten a los inversores. Como normalmente la entidad gestora que constituye el fondo es una entidad dependiente de la originadora de los activos (empresa hija), ésta le concede un préstamo para iniciar la constitución del fondo para posteriormente gestionar la emisión de los valores de los que obtendrá el rendimiento definitivo para devolver el préstamo a la empresa madre. No obstante, es muy corriente en la práctica bancaria que los inversores ya estén buscados antes de realizar la emisión, para evitar sorpresas. Los fondos no son tan abiertos como los de tipo copropiedad (art. 5.3 Ley 19/1992).

⁵¹ Ley 44/2002, 22 noviembre (BOE 23 de noviembre de 2002, núm. 281).

⁵² Véase NASARRE AZNAR, Sergio, *El Anteproyecto de ley financiera y la refinanciación crediticia: una reforma inadecuada e innecesaria*, «Boletín del Centro de Estudios Registrales de Cataluña», núm. 98, 2002.

⁵³ Los valores emitidos a cargo de los FTA, los bonos de titulización de activos, conllevan, según la Orden Ministerial 13 de abril 2000 (BOE 26 de abril 2000, núm. 100), el mismo riesgo que el que tenga el activo más arriesgado del *pool* de cobertura (art. 1). Cuestionamos desde aquí la legalidad de esta disposición, dado que carece de apoyo legal de ningún tipo ni tampoco en la Directiva 2000/12/CE (arts. 43 a 45); dudamos de la competencia del Ministerio de Economía y Hacienda para valorar el riesgo de unos valores. Como ejemplo, apuntamos la ponderación de riesgo que les corresponde a los BTA que se emiten sobre *pools* de cédulas hipotecarias (valga como ejemplo la emisión de AyT cédulas cajas V, de noviembre de 2003): siguiendo a la Orden Ministerial, a dichos BTA les corresponde una ponderación del 10%, igual que las cédulas hipotecarias por ellas mismas. Pero el riesgo real de impago de los BTA es mayor que el de las cédulas puesto que éstos ni tienen la garantía general de aquéllas de un patrimonio más allá del *pool*, ni la garantía específica: un derecho de crédito privilegiado y la consideración de créditos contra la masa en caso de concurso de la entidad, atendiendo a la Ley Concursal (disposición final 19.*). Sólo tienen una acción por daños contra la SG y acciones muy diluidas y en ningún caso garantizadas contra el fondo; deben irse amortizando cuando no hay bienes suficientes respaldando al fondo (a diferencia de las cédulas, para las que existen diversos mecanismos). La decisión del Ministerio parece haber sido realizada en base a política económica y es, en cualquier caso, cuestionable su legitimidad.

- e) En caso de concurso de una SG de FTH o de un FTA ⁵⁴ se aplicará el artículo 19 RD 926/1998 (por analogía en caso de tratarse de un FTH). Este precepto dispone la sustitución de la SG en concurso en el plazo de 4 meses; de lo contrario, el fondo deberá extinguirse, cobrando los bonistas según lo estipulado en la escritura de constitución del fondo (art. 5.6 Ley 19/1992).

La utilización de estas estructuras por parte de cualquier entidad de crédito que tenga en su balance créditos conlleva una consecuencia inmediata: los créditos son borrados de su balance y pasan a pertenecer al fondo. Esto le comporta una serie de ventajas:

- La remoción de créditos del balance de la entidad de crédito conlleva también la remoción del riesgo que éstos comportan (50% para la mayoría de los hipotecarios y del 100% para los no garantizados, atendiendo a los criterios de Basilea I de 1988), traspasándolo al fondo. Este riesgo es, esencialmente, el riesgo de impago por parte del deudor hipotecario, de manera que no debe preocuparse más por él (lo asumen, desde entonces, los inversores en los valores titulizados).
- Con la remoción del riesgo se reduce también la cantidad de recursos propios que debe conservar la entidad emisora (en base al coeficiente del 8% de recursos propios para contrarrestar el riesgo).
- Para las entidades que participan en la titulización hipotecaria, esto supone una diversificación en las fuentes para su refinanciación de hipotecas, disminuyendo, con ello el riesgo de los tipos de interés que supone una refinanciación simplemente por depósitos (como, de todas formas, sucede en la mayoría de casos ⁵⁵).
- Para las entidades que participan en la titulización de activos, la creación de estos fondos les supone un acceso inmediato al mercado de valores adquiriendo una financiación más barata y rápida que el clásico préstamo obtenido de las entidades de crédito. Esto es especialmente interesante para las sociedades que tengan una baja valoración por parte de las agencias de *rating* y que difícilmente podrían obtener un préstamo con buenas condiciones. Creando un *pool* de activos que generen unos rendimientos periódicos aislados de su propio patrimonio general se aseguran que determinados inversores coloquen su dinero y puedan con ello financiar así su actividad. Lo mismo sucede con las entidades de crédito que quieran financiar sus préstamos hipotecarios: en lugar de recurrir a los poco fiables depósitos o de demandar un préstamo interbancario cuando el volumen sea muy considerable, puede recurrir a la titulización ⁵⁶.

⁵⁴ Puede verse una explicación más extensa, comparándola con los supuestos de concurso de una SG de un fondo de inversión colectiva, NASARRE AZNAR, *La garantía de los valores hipotecarios*, Madrid y Barcelona, 2003, Ed. Marcial Pons, págs. 938 a 944.

⁵⁵ Según datos de la Asociación Hipotecaria Española 2003, www.ahe.es los valores hipotecarios (incluyendo cédulas hipotecarias y BTH) sólo refinancian el 9,1% del total de créditos hipotecarios.

⁵⁶ Que junto a las cédulas hipotecarias son los dos grandes sistemas de refinanciación hipotecaria específica que existe no sólo en España sino también en Europa y a nivel mundial.

f) Tanto en la estructura de los FTH⁵⁷ como en la de los FTA existen dos relaciones fiduciarias que truncan con el ordenamiento civil:

1. **Por un lado**, en los FTH los créditos hipotecarios titulizados son simplemente «participados» (sobre ellos es emitida una participación hipotecaria) y son retenidos por quien los originó (el acreedor hipotecario/entidad de crédito), el cual sigue administrándolos respecto a los deudores hipotecarios (arts. 65 y 66 RMH), aunque el partícipe/cesionario (el FTH) adquiere una serie de derechos sobre dichos créditos (entre ellos el de recibir los flujos de capital que generan y el ejercicio de la acción hipotecaria en determinados casos, art. 66 RMH) sin ser el auténtico «nuevo» acreedor hipotecario⁵⁸.

Vemos, por lo tanto, aquí la primera relación fiduciaria en un FTH: el «gestor» del crédito hipotecario es la entidad de crédito que lo concedió (*servicer*⁵⁹ o *trustee*⁶⁰), la cual recoge los beneficios del crédito hipotecario y los pasa al FTH que es quien tiene participado el crédito y quien se beneficia de él (en derecho anglosajón sería el *beneficiary*). Con el fin de que la entidad de crédito tenga algún derecho para continuar gestionando los créditos hipotecarios, sigue siendo formalmente la titular de los créditos (cosa que, como veremos, ni siquiera se respeta en los FTA).

Por otro lado, la **segunda** relación fiduciaria en un FTH es la que se establece entre la SG del FTH y los titulares de los bonos de titulización hipotecaria (BTH). El fondo separado que constituye el FTH es gestionado por la SG (*trustee*) en beneficio exclusivo de los titulares de los BTH (*beneficiaries*) (art. 6.1 Ley 19/1992), siendo el creador de esta fiducia la entidad de crédito (ésta separa de su patrimonio una serie de créditos hipotecarios para que sean gestionados por la SG en beneficio exclusivo de los bonistas).

2. En un FTA también se dan ambas relaciones fiduciarias. La **primera**, no obstante, es incluso más evidente que en los FTH. En éstos, el legislador se ha preocupado por lo menos de darle algún derecho o título a la entidad de crédito para que tenga la facultad de continuar gestionando los créditos hipotecarios (es todavía acreedora hipotecaria a todos los efectos menos en el de recibir los beneficios de los créditos).

⁵⁷ Para un análisis de su estructura y su crítica, véase NASARRE AZNAR, Sergio, «The funding of the mortgage loans in Spain by the issue of mortgage securities. Their legal structure», *Housing construction. An interdisciplinary task*, Vol. 1, Coimbra, 2002, International Association for Housing Science y Universidad de Coimbra, pág. 349 a 353.

⁵⁸ De hecho, las participaciones hipotecarias del artículo 15 LMH cumplen la misión de extraer del patrimonio de la entidad de crédito que ha originado los créditos hipotecarios titulizados sin tener que recurrir al artículo 149 LH con los gastos que ello conllevaría (a título de ejemplo, la titulización de 22.956 créditos hipotecarios (600 millones €) —como fue la emisión de Foncaixa Hipotecario 1. Fondo de titulización hipotecaria (julio 1999)— si tuviese que hacerse mediante cesión ordinaria de créditos hipotecarios conllevaría unos gastos de 6,89 millones €, teniendo en cuenta la reducción de la disposición adicional 2.ª RD 926/1998, circunstancia que convertiría en antieconómica la operación).

⁵⁹ Es lo que sería en una emisión de *mortgage-backed securities* (MBS) anglosajona.

⁶⁰ Es lo que sería desde el punto de vista del *law of trusts* anglosajón; en concreto en Inglaterra estaríamos ante un *Re Rose trust* (vid. *infra*). En este *trust*, pensemos que la entidad de crédito o *servicer* sería también la constituyente (*settlor*) del *trust* (porque antes de participar los créditos hipotecarios era titular de los mismos en pleno derecho y ahora sigue siendo solamente la titular formal, siendo el nuevo titular útil el FTH).

Así, en los FTA el artículo 2.2 *in fine* RD 926/1998 señala que la cesión de los activos deberá ser completa pero que la entidad que ha creado el crédito (valor, etc.) debe por ley continuar «gestionando y administrando» el crédito cedido a no ser que exista pacto en contrario. Este pacto, de hecho, es difícil que se dé, porque el FTA, a través de la SG, carece del personal, experiencia y recursos para poder gestionar todos los créditos y valores que tituliza; por lo tanto, será la entidad de crédito que los creó, la que continuará normalmente gestionando estos créditos.

La pregunta es: ¿de qué derecho es titular la entidad de crédito originadora de los créditos titulizados para poder continuar gestionándolos una vez los ha cedido «plena e incondicionalmente» tal y como requiere el RD 926/1998 en su artículo 2.2? de ninguno. Naturalmente si ha cedido los créditos, no puede tener ningún derecho sobre ellos, a no ser que la ley, como en este caso, haga una «excepción» y determine que ella continuará gestionándolos en nombre propio y por cuenta ajena. Al igual que sucedía con el caso de los FTH, el lector podrá argüir que estamos ante un supuesto de cesión de crédito con mandato legal subyacente⁶¹, pero ello no deja de ser más que una solución alambicada⁶² para un problema más que extendido, como estamos comprobando en este estudio; por esta vía tampoco es explicable que los titulares de los BTH no se vean afectados por el concurso de la entidad de crédito y el legislador haya tenido que volver a «inventar» (algo tarde) el artículo 15 *in fine* LMH⁶³. Estamos ante una relación fiduciaria *ex lege*, donde el fiduciario es la entidad de crédito (que gestiona unos créditos) y el beneficiario es el FTA (que recibe sus rendimientos).

La **segunda** relación fiduciaria es la misma que en los FTH; se establece entre la SGFT (art. 12 RD 926/1998) y los titulares de los BTA, siendo el FTA el «patrimonio separado» gestionado por la primera en interés exclusivo de los segundos.

En ambas segundas relaciones fiduciarias también podrá argüirse que, a diferencia de lo que sucede en un *trust* anglosajón, donde el fiduciario (*trustee*) tiene un derecho dominical formal sobre el fondo (*trust*) que lo legitima para administrarlo, nuestros fiduciarios (las Sociedades Gestoras de FTH o de FT) no tienen ningún derecho de propiedad. Y es que esto debe ser necesariamente así, puesto que nuestro ordenamiento no admite⁶⁴ la división de la propiedad entre formal y equidad (como el derecho anglosajón)⁶⁵.

⁶¹ A esta conclusión tuvimos que llegar para las participaciones incluidas en un FTH en NASARRE AZNAR, *La garantía* ..., pág. 772.

⁶² De hecho, la descarta para los fondos de inversión inmobiliaria ORTÍ VALLEJO, *Las nuevas formas* ..., págs. 10 y 11 porque no puede revocarse el mandato a la sociedad gestora ni aún con la unanimidad de los partícipes ni estos participan en la elección de una nueva sociedad gestora si la anterior resulta insolvente.

⁶³ Vid. *infra*. una mayor explicación del porqué de este artículo.

⁶⁴ Lo corroboran al compararlo con el sistema legal y de equidad anglosajón HANSMANN y MATTEI, *The functions of* ..., págs. 441 y 442.

⁶⁵ Salvando, no obstante, el censo enfiteutico del artículo 1.605 CC, por el cual el enfiteuta hace suyos los productos de la finca y de sus accesiones (art. 1.632 CC) y se convierte en el titular del «dominio útil de la finca», mientras que el dueño directo se limita a recibir una pensión en reconocimiento de su derecho dominical. Sobre las coincidencias entre la enfiteusis y el *trust* anglosajón, véase NASARRE AZNAR, Sergio, *Estudi del trust anglosaxó en relació amb el dret immobiliari*, «L'exercici de les competències sobre Dret Civil de Catalunya», Tirant lo Blanch y Universitat de Girona, págs. 566 a 568.

Parece claro que la propiedad en equidad la tendrían los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos (significa que se benefician de sus rendimientos) pero, ¿quién tendría la titularidad formal equivalente a la legal en derecho anglosajón? Desde nuestro punto de vista, la SG no la tiene legalmente pero sí que la tiene indirectamente, dado que ella es en quien quedan depositadas todas las facultades inherentes al auténtico titular formal del fondo: el fondo en sí mismo. Es el fondo quien es titular de los valores allí incluidos, es el fondo quien responde por sus propias deudas, es él quien es responsable frente a los titulares de los valores emitidos a su cargo, es el fondo quien adquiere los valores para incluirlos; y todo ello lo hace a través de la SG, quien, a su vez, es la «titular formal» de los bienes incluidos en el fondo, queriendo decir que no puede beneficiarse de ellos sino que simplemente los gestiona en beneficio de los titulares de los valores emitidos a cargo del fondo, como legalmente está estipulado. Esta argumentación es la única que permite responder a la pregunta relativa a las participaciones hipotecarias y a los certificados de transmisión de hipotecas: ¿quién es el partícipe del que hablan los artículos 15.1 LMH, los artículos 61 a 68 RMH y, por extensión, el que nace del artículo 18 Ley 44/2002 y el cesionario del artículo 2.2 RD 926/1998? La única respuesta posible es el fondo en sí mismo.

3.2.2. Problemática.

Parece claro que los FTH y los FTA son económicamente rentables⁶⁶ y están estructurados para refinanciar los créditos hipotecarios de las entidades de crédito (FTH) y financiar las actividades de las sociedades en general (FTA). Además consiguen liberar a las primeras de la necesidad de mantener recursos propios para compensar el riesgo que supone tener activos en cartera y diversificar las fuentes de financiación. Pero jurídicamente son estructuras que, como hemos visto, no siguen los principios de nuestro derecho civil. Para posibilitar este tipo de estructuras y para dar cobertura a operaciones de financiación de este estilo, algunos ordenamientos de derecho civil (entendidos como aquellos que no son de *common law*) se han ido dotando de la fiducia como institución jurídica.

Los problemas jurídicos que plantean las estructuras de los FTA y de los FTH son diversos:

- a) El primario y esencial es quién es el titular del fondo y cuál es su naturaleza jurídica. ¿Debemos admitir simplemente la existencia de este tipo de fondos aunque no vengan previstos en nuestra normativa civil y, por lo tanto, carezcan de una adecuada regulación? Parece que ésta es la tendencia y así están funcionando.
- b) Es incierta la relación que une a la entidad originadora de los créditos con el fondo. Aunque las normas de titulación señalen que son «patrimonios separados», en ningún punto de nuestra normativa civil se establecen cuáles son las características de esta clase de patrimonios. Hasta ahora un patrimonio era el conjunto universal de cosas pertenecientes a una persona: ¿de quién es un patrimonio separado?

⁶⁶ Los FTH españoles han emitido el 12% de los BTH en Europa entre 1997 y 2002 (MERRILL LYNCH, 2003).

- c) Tampoco es satisfactoriamente explicable, con nuestras actuales instituciones, la relación existente entre entidad originadora de los activos titulizados y el administrador o gestor del fondo. Es, naturalmente, una relación fiduciaria.
- d) Está claro en beneficio de quién actúa la SG pero no está claro en nombre de quién actúa. Entendemos que actúa en nombre ajeno, es decir, en nombre del fondo.
- e) No se establece legalmente cuáles son los derechos que amparan a los inversores en caso de impago. No se sabe si pueden o en qué casos pueden dirigirse contra el fondo, contra el gestor, contra la entidad originadora de los créditos o contra los deudores últimos. Una cosa es que económicamente les corresponda cargar con las pérdidas de los activos (art. 5.8 Ley 19/1992) y otra es que no se respeten las condiciones de emisión o de gestión. Tampoco se establecen qué garantías tienen las acciones, que, en su caso podrían entablar. En otro lugar⁶⁷ ya concluimos que para su mayor protección se les debería conceder una acción indirecta (pauliana del 1.111 CC) contra la entidad de crédito (si es su responsabilidad el impago de los BTH) e incluso, en caso, por lo menos, de los FTH, también contra los deudores hipotecarios (si éstos impagan). En caso de los FTA no está previsto, en principio, que el fondo (a través de la SGFT) se pueda dirigir contra los deudores de los créditos titulizados si éstos impagan, aunque podría concedérsela por analogía con los FTH.
- f) Por último, tampoco queda claro cuál es la postura de los inversores ante un supuesto de concurso de la entidad gestora, del fondo o de la entidad originadora:
 - En caso de concurso de la entidad de crédito originadora. En este supuesto, el artículo 15 LMH *in fine* es claro separando los derechos de los titulares de BTH de cualquier riesgo de impago o de prepago debido al concurso de la entidad de crédito que participó los créditos hipotecarios. Pero este precepto legal carece de todo fundamento jurídico y debe existir simplemente porque es la piedra angular de todo el sistema de titulación en España. Lo que pretende «emular» este artículo 15 *in fine* LMH es la capacidad que tienen los *trusts* anglosajones por sí mismos de aislar del patrimonio del constituyente (*settlor*) una serie de bienes, de manera que no queden afectados por su concurso.
 - Si el fondo es incapaz de generar los flujos de capital necesarios para la satisfacción de los titulares de los valores titulizados, el fondo debe extinguirse (art. 11 RD 926/1998).
 - En caso de concurso de la SG, hay 4 meses para encontrarle sustituta; de lo contrario, el fondo deberá extinguirse (art. 19 RD 926/1998).
- g) Personificación del fondo. En las estructuras de deuda, el fondo está completamente personificado, ya que adquiere las características jurídicas que la SG, como teórica titular formal del mismo y real detentadora de las facultades necesarias para su gestión, no puede adquirir a causa de la ausencia de la fiducia en nuestro ordenamiento jurídico y que es esencial para que estas estructuras funcionen en derecho anglosajón, donde esta personificación

⁶⁷ NASARRE AZNAR, *La garantía ...*, págs. 934 a 937.

la encarna el *trustee* (que bien puede ser una sociedad). Como ya hemos visto es el fondo quien adquiere los activos para ser titulizados y, además, deben tributar por el Impuesto de Sociedades (art. 5.10 Ley 19/1992).

Al igual que sucedía con los fondos de inversión colectiva, los problemas jurídicos que aparecen en los FTH y en los FTA no pueden resolverse ni satisfactoria ni completamente con sus leyes especiales o con la normativa general del Código Civil. Nuestra propuesta para la solución global de estas cuestiones relativas a todo este tipo de estructuras pasa por la regulación de la fiducia en derecho español ⁶⁸.

4. LOS ORIGINALES DE NUESTROS VEHÍCULOS FINANCIEROS Y SU ESTRUCTURA FIDUCIARIA EN DERECHO ANGLOSAJÓN

La utilización del *trust* en las finanzas a nivel mundial es masiva ⁶⁹. Por su flexibilidad y bajo coste ⁷⁰, allí donde está presente, se ha convertido en una perfecta alternativa a las sociedades ⁷¹. Estas ventajas respecto a la sociedad se observan en:

- Ausencia de restricciones a la hora de aumentar los beneficiarios, a diferencia de la emisión de acciones en una sociedad.
- Inexistencia de una Junta Directiva, sólo un *trustee* colocado por el *settlor*.
- Innecesariedad de convocar asamblea de accionistas periódicamente.
- Se pueden establecer diferentes clases de participación en él (*notes*, *certificates*) que conlleven diferentes tipos de derechos e incluso diferentes prioridades y características (ej. en el ámbito de la titulización, las CMOs ⁷²).

⁶⁸ Igualmente propusimos en NASARRE AZNAR, *Estudi del trust* ..., pág. 600 que sería muy conveniente regularla en el Código Civil de Cataluña. Parte de la doctrina catalana ha estudiado la cuestión (véase ARROYO, Esther, «La regulación quebequesa del trust», *La Notaria*, noviembre-diciembre 2001) y actualmente hay un proyecto de fiducia (arts. 514-I a 514-13 Proyecto de Código Civil de Cataluña, estado en 2003) que está siendo tratado por la Comisión de Codificación de Cataluña.

⁶⁹ Leído a *sensu contrario* quiere decir que los ordenamientos que no dispongan de él están asumiendo un alto coste de oportunidad, ya que operan con desventaja a nivel mundial.

⁷⁰ HANSMANN y MATTEI, *The functions of* ..., pág. 472. Ver también LANGBEINN, John H., *The secret life of the trust: the trust as an instrument of commerce*, «Yale Law Journal», Octubre, 1997, pág. 184.

⁷¹ ASÍ, HAYTON, David, PIGOTT, Hugh and BENJAMIN, Joanna, «The use of trusts in international financial transactions», *Butterworths Journal of International Banking and Financial law*, January 2002, págs. 25 and 27. Ver también PLENDER, John, *Trust law and competitive advantage in international financial markets*, en David Hayton «Trusts and their commercial counterparts in Continental Europe», The Association of Corporate Trustees, Enero, 2002, pág. 4.

⁷² Para sus ventajas, véase NASARRE AZNAR, *La garantía* ..., págs. 893 a 898.

- Los *trusts* ofrecen mejor régimen concursal que las sociedades ya que aunque el *trust* sea insolvente, se garantiza que sus copropietarios (los beneficiarios) puedan seguir teniendo su derecho sobre los bienes que lo componen, incluso frente a los acreedores del *trustee* ⁷³; este aspecto es esencial tanto en los *trusts* de titulización como en los de pensiones.

Coincidimos con los autores que opinan que el *trust* se ha convertido en una ventaja comparativa para Inglaterra en el ámbito económico europeo ⁷⁴ y, por extensión, para los ordenamientos de *common law*. El *trust* recoge aspectos del derecho de obligaciones y de los derechos reales. Los primeros, posiblemente vendrían en su mayor parte cubiertos por el mandato, pero los segundos, es decir, los aspectos que relacionan la estructura del *trust* y a sus participantes con terceras personas, no pueden alcanzarse con las instituciones vigentes en derecho civil ⁷⁵. El *trust* consigue reorganizar esas relaciones, reconociendo personalidad al *trustee* como tal (gestor de un patrimonio separado) respecto a terceras personas y reconociendo al *trust* (*pool* de activos gestionados en beneficio de terceros) cierta **entidad** frente a terceros (puede entrar en negocios, no se ve afectado por acreedores del *trustee*, etc.) ⁷⁶. Vemos que todas las construcciones alambicadas de nuestros vehículos financieros tienden precisamente a conseguir este efecto: el fondo como entidad separada y distinta frente a terceros de la personalidad de la SG y la de los beneficiarios (inversores).

Según un informe elaborado para *The Association of Corporate Trustees* por *Europe Economics* ⁷⁷, los *trusts* ingleses más numerosos según el valor de los activos gestionados del *trust* son los denominados *loan capital trusts* que comprenden los *trusts* gestionados en garantía de bonos, los *trusts* de préstamos sindicados y los *trusts* de titulización que comprenden un 81% del valor total de los activos gestionados mediante un *trust*; mientras que los más numerosos según el número de beneficiarios son los *pension trusts* (96% del total).

Veamos, pues, la estructura que en derecho anglosajón tienen los fondos financieros objeto de este estudio ⁷⁸:

I. *Trusts en pensiones* (*Pensions for employees* (UK) y *pension trusts* (EEUU))

Son los equivalentes a nuestros fondos de pensiones y existen en Estados Unidos desde 1921.

⁷³ LANGBEINN, *The secret life* ..., pág. 179 y 189.

⁷⁴ PLENDER, *Trust law* ..., pág. 5.

⁷⁵ HANSMANN y MATTEI, *The functions of* ..., págs. 469 a 472.

⁷⁶ HANSMANN y MATTEI, *The functions of* ..., pág. 472.

⁷⁷ EUROPE ECONOMICS, *Economic and* ..., págs. 20 y 22.

⁷⁸ Éstos y otros tipos de *trust* comerciales pueden verse en HAYTON, David, *Trusts and their commercial counterparts in continental Europe*, Report for the Association of Corporate Trustees, enero 2002, págs. 18 a 22, para los tipos de *trusts* comerciales ingleses; y para los norteamericanos, ver SCHWARCZ, Steven L., *Commercial trusts as business organizations: unraveling the mystery*, «Business lawyer», febrero 2003, págs. 563 a 573; LANGBEINN, *The secret life* ..., págs. 168 a 178; y HANSMANN y MATTEI, *The functions of* ..., págs. 466 a 470.

Para asegurar la existencia de fondos para el pago de los empleados jubilados, se paga una cantidad de dinero a un *trustee* para que lo administre como un patrimonio separado⁷⁹. En EEUU este *trust* surge del propio contrato de trabajo⁸⁰ y el fondo está gestionado por la propia empresa que contrata al trabajador. ERISA⁸¹ previó que los fondos de pensiones en EEUU fuesen *trusts* con la principal finalidad de que dichas reservas, que se utilizarán en la jubilación de los trabajadores para pagarles la pensión, no se viesen afectadas por el procedimiento concursal en el que podría incurrir la empresa del trabajador o por reclamaciones de los acreedores de ésta⁸².

Cuando el trabajador se jubila, recibe de ese patrimonio el sustento durante su jubilación⁸³.

II. *Trusts* en la titulación

De este modo, en cualquier titulación hipotecaria o de otros activos anglosajona, el *trust* puede llegar a aparecer hasta en tres ocasiones⁸⁴ estructurando la emisión, con la finalidad de reducir el riesgo de liquidez y de tipo de interés de las entidades originadoras de las hipotecas, para diversificar el riesgo de los inversores en MBS y para aumentar sus garantías⁸⁵. Todo ello se intenta (que no se consigue) hacer con el artículo 15 LMH y con los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992.

Así, en una típica titulación inglesa, aparece un primer *Re Rose trust*⁸⁶ entre la entidad originadora de los préstamos hipotecarios y el vehículo financiador (*special-purpose vehicle* o SPV) ya que la cesión de los créditos se deja incompleta (*equitable transfer*) para evitar gastos y dilaciones, así como para evitar tener que dar conocimiento de la cesión al deudor hipotecario. El segundo *trust* aparece entre el vehículo titulizador y los inversores. Los créditos hipotecarios colocados en el *pool* titulizador son gravados (subhipotecados) en beneficio de los inversores, detentando dicha garantía el *trustee* de la emisión en beneficio y nombre de los beneficiarios. Un tercer *trust* aparece en las transacciones titulizadoras *off-shore* (en titulaciones organizadas en Jersey, las Islas Caimán y otras jurisdicciones *tax-friendly*); en este caso un *trustee* a cargo de un *non-charitable trust* adquiere las acciones del vehículo titulizador para evitar que originador y SPV sean considerados una misma entidad y que las *mortgage-backed securities* (MBS) emitidas por el SPV se vean afectadas por el concurso de la entidad originadora. Por último, comentar que una reciente y novedosa estructura titulizadora inglesa, el *master trust*, está organizada mediante un *trust* que es adquirido en parte por la entidad originadora y en parte por la entidad financiadora de las emisiones de MBS.

⁷⁹ HAYTON, *Trusts and...*, pág. 18 y LANGBEIN, *The secret life* ..., pág. 169.

⁸⁰ LANGBEIN, *The secret life* ..., pág. 169.

⁸¹ The Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA) (Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829 (1974), con modificaciones posteriores).

⁸² HANSMANN y MATTEI, *The functions of* ..., pág. 467.

⁸³ HAYTON, *Trusts and...*, pág. 18.

⁸⁴ Véase NASARRE-AZNAR, Sergio, *Securitisation and mortgage bonds. Legal aspects and harmonisation in Europe*, Saffron Walden, 2004, Ed. Gostick Hall.

⁸⁵ Una comparativa entre las MBS inglesas, las *pass-throughs* estadounidenses y los bonos de titulación hipotecaria españoles puede verse en NASARRE-AZNAR, *La garantía*..., pág. 916.

⁸⁶ Creado por los casos *Re Rose* [1949] Ch. 78 y *Re Rose* [1952] Ch. 499. Se trata de un tipo de *trust* constructivo, es decir, que aparece automáticamente en caso de que se deje incompleto el proceso de creación o transmisión de un derecho.

En el mercado de titulación hipotecaria en EEUU (con un valor de 5,1 billones de \$), las MBS emitidas con más frecuencia, las *pass-through securities*, se organizan completamente mediante un *trust*, ya que el propio SPV es un *trust*. Muchas de las operaciones de titulación de activos en EEUU son realizadas mediante vehículos-*trust* a los que se les aportan los activos para ser titulizados y sobre ellos se emiten las *asset-backed securities* (ABS)⁸⁷. También las REMICs [un tipo de *collateralised mortgage obligations* (CMOs), clases ambas de MBS] se organizan mediante *trusts*. La figura del *trust* en estos valores evita que la legislación impositiva de Estados Unidos grave al *trust* como tal (*entity-level tax*) y que sólo se graven los beneficios de los inversores⁸⁸, al tiempo que intenta (aunque a veces con no demasiado éxito) crear un vehículo *bankruptcy-remote* que no se vea afectado por el concurso del originador de los activos⁸⁹.

III. *Trusts* en los esquemas de inversión colectiva (*unit trusts* en UK, *mutual funds* en EEUU para los fondos de inversión mobiliaria y REITS en EEUU para los fondos de inversión inmobiliaria).

En ellos están inspirados nuestros fondos de inversión colectiva, dado que los inversores también detentan un derecho de copropiedad sobre los fondos. En EEUU (regulados por la *Investment Company Act of 1940*⁹⁰) la mitad de los fondos de inversión mobiliaria (*mutual funds*) están estructurados como *trusts*⁹¹ con la finalidad, precisamente, de evitar que el fondo se vea afectado por el concurso del que lo gestiona (*trustee*)⁹².

Por su parte, en los *Real Estate Investment Trusts* (REITs) estadounidenses (similares en filosofía a nuestros fondos de inversión inmobiliaria pero impositivamente más eficientes), fueron creados en 1960 por el *Internal Revenue Code*. Pueden ser constituidos como sociedades, asociaciones o *trusts*. Los REITs son de dos tipos⁹³: *equity* y *mortgage* REITs. Los primeros invierten en propiedades inmobiliarias (pueden o no estar especializados en algún tipo de propiedad, como centros comerciales, cines, almacenes, etc.), mientras que los segundos invierten en créditos hipotecarios, en otros tipos de créditos (con más o menos garantías) y en valores hipotecarios. La idea es que los activos en los que el REIT invierta generen un flujo suficiente de capital (sea por el alquiler de los inmuebles, sea por la venta de los mismos) para ir pagando a los inversores.

⁸⁷ SCHWARCZ, *Commercial trusts* ..., pág. 565.

⁸⁸ SCHWARCZ, *Commercial trusts* ..., pág. 565.

⁸⁹ Véase las críticas en NASARRE, *Securitisation and* ..., págs. 39 a 50.

⁹⁰ 15 U.S.C. §§ 80a-1 to 80b-21.

⁹¹ SCHWARCZ, *Commercial trusts* ..., pág. 571.

⁹² HANSMANN y MATTEI, *The functions of* ..., págs. 467 y 468. Dado que este efecto se consigue también en forma corporativa (si resulta insolvente personalmente el manager de una sociedad, ésta no se verá afectada) y dado que la ley que regula los fondos de inversión impone obligaciones fiduciarias también a las empresas, la mitad de fondos de pensiones en EEUU son sociedades.

⁹³ MCCALL, Jack H., *A primer on real estate trusts: the legal basics of REITs*, «Transactions: the Tennessee Journal of Business Law», Primavera 2001, pág. 3. Ambos tipos de activos pueden encontrarse en un mismo REIT (*hybrid REITs*).

La característica esencial es que el REIT no está gravado a nivel de entidad (*entity-tax level*) en sus operaciones financieras, siempre que 1) sean vehículos completamente pasivos ⁹⁴, que 2) se limiten a tener fincas o hipotecas (*income and asset tests*) ⁹⁵, 3) que pasen el rendimiento que generen [al menos un 90% según una última modificación del *Internal Revenue Code*, s. 857 (a) (1) IRC] a los inversores (*distribution test*), que son los propietarios del REIT ⁹⁶, sea cual sea la naturaleza de éste ⁹⁷, y 4) que sus acciones (empresa) o certificados de cotitularidad (*trust, certificates of beneficial interest*) estén ampliamente extendidos (*ownership test*) ⁹⁸. Son éstos los que deben cotizar por lo que se benefician del REIT ⁹⁹. Ello ha provocado una enorme proliferación de estas estructuras en Estados Unidos, de manera que los REITs son los primeros dinamizadores del crédito territorial en aquél país. De hecho, el 35% de los centros comerciales estadounidenses son propiedad de REITs y, en Australia el 65% de la propiedad comercial la tienen los *listed property trusts* (LPT), una especie de REIT ¹⁰⁰.

De hecho, Francia aprobó a finales de 2002 (entró en vigor en septiembre de 2003) una nueva legislación que admite los REITS ¹⁰¹. El gobierno francés ha aceptado la introducción de los REITs (llamados FREITs ¹⁰² por ser vehículos similares a los USA REITs pero franceses) por dos motivos: son un excelente dinamizador del mercado inmobiliario y por la necesidad del propio gobierno de recaudar dinero rápidamente. La clave estuvo en que las compañías inmobiliarias aceptaron pagar un impuesto extra en el momento en que queden autorizadas a ser un FREIT (*exit tax*), es decir, una entidad que negocia con fincas pero que no paga el equivalente al impuesto de sociedades. Los FREITs deben repartir —en dividendos de las acciones que emitan— el 85% de los rendimientos que las fincas generen y el 50% de los beneficios obtenidos de las ventas de las mismas. Dado que el índice de fincas comerciales en propiedad en Francia es del 70% (a diferencia del 30% en Estados Unidos) el segundo de los aspectos (la venta de las fincas) será esencial. Dado que las compañías serán más eficientes impositivamente, que deben repartir un determinado tanto por ciento como mínimo en dividendos y que el riesgo queda mejor distribuido entre una multitud de fincas, les será más fácil emitir acciones, que serán bien recibidas por los inversores (sobretudo institucionales). Es más, los vendedores de fincas encontrarán más atractivo venderlas a un REIT a cambio de acciones en el mismo por ser más rentable ¹⁰³. Vemos como en Francia son las compañías inmobiliarias las que

podrán transformarse en REITs, pero en EEUU existe la posibilidad de que sean *trusts* los vehículos que posibiliten estas operaciones y que, en lugar de acciones, se emitan participaciones en los *trusts*.

Como hemos visto, la regulación general del *trust* da cobertura a todo este tipo de vehículos y operaciones financieras, aunque algunas de ellas también se desarrollan en las jurisdicciones de *common law* con la fórmula de la empresa. La elección entre una de las dos formas depende esencialmente de **motivos impositivos**. Así, los *trusts* estadounidenses, al carecer de personalidad, no son, en principio, sujetos pasivos imponibles (especialmente los que nacen de un contrato). No obstante, algunos de ellos (los que están hechos conforme a la ley de *trusts*) toman una forma más próxima a la corporativa y no tienen esas ventajas fiscales ¹⁰⁴. Los que se estructuran de este último modo es debido a que los primeros corren el riesgo de ser afectados por el procedimiento concursal que se abra al constituyente de ese *trust*, de manera que cuando el aislamiento del *trust* del concurso del *settlor* sea esencial, deberá constituirse un *trust* que, aunque no tenga beneficio fiscal, sí que quede aislado.

Dejando aparte el aspecto fiscal, el segundo aspecto más importante son las **obligaciones que nazcan del negocio a favor de que tengan derechos subordinados**, es decir, aquellos que cobran después los primeros acreedores. Así, en una compañía, los acreedores principales son los que prestan a la empresa (ej. obligacionistas) y los subordinados son los accionistas, puesto que sólo cobrarán cuando los primeros estén plenamente satisfechos y si quedan restos. Los accionistas de una empresa, pues, siempre demandarán del administrador de la empresa que se arriesgue para aumentar sus beneficios, mientras que esto siempre es perjudicial para los obligacionistas que cobran el principal y los intereses estipulados en la emisión. En un *trust*, los acreedores principales son los beneficiarios, mientras que el *settlor* es el secundario: sólo si quedan restos de activos en el *trust*, podrá beneficiarse, aunque no está especialmente interesado en ellos porque su beneficio lo ha obtenido desde la transmisión de activos al *trust* y mediante otras tasas (ej. en la titulización es por *servicing*). Por lo tanto, será más eficiente crear una empresa si los residuos que quedan tras pagar a los obligacionistas son muchos (ej. el negocio es muy arriesgado o poco claro y se requiere más *over-collateralisation* y sobrarán más), mientras que si el negocio es más claro o conservador deberemos decantarnos por el *trust*, puesto que el *settlor* se conforma con poco y el *trustee* no entra en conflicto de intereses (*trustee* y beneficiarios quieren que se conserve el *pool*; en una empresa el *mánager* debe encontrarse con intereses contrapuestos entre obligacionistas y accionistas) ¹⁰⁵.

Un límite que asiste al *trust* y que debe ser considerado a la hora de escoger entre *trust* y sociedad es que, en ocasiones, a los beneficiarios del *trust* no se les reconoce responsabilidad limitada en sus inversiones, de manera que deben responder con su patrimonio personal por las deudas del *trust*. Aunque algunos estados de Estados Unidos han clarificado esta cuestión (ej. Massachusetts y Delaware), en otros los tribunales de equidad pueden recaracterizar el *trust* y catalogarlo como una *partnership* y, por lo tanto, con responsabilidad ilimitada para los beneficiarios ¹⁰⁶.

¹⁰⁴ La dispersión en el aspecto impositivo de los *trusts* en EEUU puede verse en HANSMANN y MATTEI, *The functions of ...*, pág. 478.

¹⁰⁵ SCHWARCZ, *Commercial trusts ...*, p. 585. Véase también HANSMANN y MATTEI, *The functions of ...*, pág. 473.

¹⁰⁶ HANSMANN y MATTEI, *The functions of ...*, pág. 474.

⁹⁴ SCHWARCZ, *Commercial trusts ...*, pág. 572. Que sean pasivos quiere decir que no deben gestionar ellos mismos sus propiedades (p. ej. no pueden llevar una tienda o un hotel).

⁹⁵ MCCALL, *A primer on ...*, pág. 3.

⁹⁶ BREALEY, Richard y MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance*, 7.ª Edición, McGraw-Hill, 2003, pág. 389.

⁹⁷ En un REIT que sea una sociedad, serán accionistas y si es un *trust*, serán los titulares de los certificados de copropiedad del *trust*.

⁹⁸ MCCALL, *A primer on ...*, pág. 3.

⁹⁹ MCCALL, *A primer on ...*, pág. 5.

¹⁰⁰ ALLEN, Martin, *Europe wants FREITs on the Menu*, Morgan Stanley, 23-12-02, pág. 3.

¹⁰¹ Por su parte, el gobierno británico en abril 2003 anunció que es posible que admita la introducción de los REITs en el Reino Unido (ANAGNOS, Jeremy et al., *Gordon's TREIT?*, Deutsche Bank, 29-5-03) e incluso en Italia se está valorando (ALLEN, *Europe wants...*, pág. 5).

¹⁰² No confundir con los USA finite life REITs, que se constituyen por un tiempo limitado, normalmente de 7 a 15 años (MCCALL, *A primer on ...*, pág. 7).

¹⁰³ ALLEN, *Europe wants...*, pág. 3.

Con una única figura flexible, el *trust*, en las jurisdicciones de *common law* es posible realizar todos estos negocios cuando nosotros necesitamos diversas leyes. Ello no sería un problema si éstas fuesen al menos tan eficaces como el *trust*. Pero la cuestión está en las rigideces que ya hemos mostrado en los vehículos financieros y en las incoherencias que supone tener en funcionamiento y legalmente amparadas instituciones fiduciarias y que la fiducia esté vetada en nuestro ordenamiento. El colchón que representa el *trust* para todos los negocios fiduciarios en el *common law* no existe en nuestro ordenamiento, sino que más bien están encorsetados.

5. LA FIDUCIA COMO HERRAMIENTA DE EFICACIA FINANCIERA

5.1. Posición actual de la jurisprudencia de nuestros tribunales.

La fiducia no tiene por qué ser una institución que favorezca, *per se*, el fraude¹⁰⁷, el abuso de derecho, eludir la interdicción del pacto comisorio¹⁰⁸ o la concesión de préstamos usurarios, que son, como señala CÁMARA LAPUENTE¹⁰⁹ importantes límites a la *fiducia cum creditore*¹¹⁰. Como cualquier otra institución es neutra y es el marco jurídico la que marca los límites de su utilización. Cualquier institución puede ser potencialmente peligrosa en dos casos: si es desconocida en un ordenamiento jurídico pero es utilizada de todas formas (lo que viene sucediendo en España) o si su regulación es tan inconcreta o deficiente que permite el fraude (lo que sucede en algunos paraísos fiscales).

La jurisprudencia suele admitir el negocio fiduciario, excepto si éste encubre un fin ilícito o se ha realizado en fraude de ley (art. 6.3 y 4 CC), casos en los que será radicalmente nulo¹¹¹ y, en ocasiones, será catalogado como negocio simulado (art. 1.276 CC)¹¹². Actualmente, los efectos que la jurisprudencia atribuye a la fiducia, ya superado¹¹³ el que se venía utilizando desde los años 40 del «doble efecto» (real y *erga omnes*, por transmitir la propiedad, y obligacional, por tenerla que

¹⁰⁷ STSJ Navarra 22 de enero 1994.

¹⁰⁸ STS 22 de diciembre 1988.

¹⁰⁹ CÁMARA LAPUENTE, *Operaciones fiduciarias*..., pág. 1.790.

¹¹⁰ Es la fiducia romana que más se aproxima a algunos de los supuestos que aquí planteamos (p. ej. la garantía que podría detentar un fiduciario a favor de los inversores en bonos de titulización). La *cum amico* se acercaría más a la gestión ordinaria de los patrimonios fiduciarios en beneficio de los inversores.

¹¹¹ Así lo concluye CÁMARA LAPUENTE, *Operaciones fiduciarias*..., pág. 1.789 después de un exhaustivo estudio jurisprudencial (desde la STS 10 de febrero 1944 a la de 22 de enero 1998).

¹¹² Véase la venta de cosa ajena para que el «comparador» pareciera como titular de determinados bienes para obtener un préstamo, lo que es catalogado por el Tribunal como negocio simulado y diferenciado del negocio fiduciario (SAP Valencia 148/2003, 11 de marzo 2003, FJ 4.º). Las diferencias entre el negocio simulado y el negocio fiduciario pueden hallarse en la STS 89/2003, de 13 de febrero, FJ 5.º y se concretan en que el negocio simulado es un negocio ficticio (mientras que el fiduciario es querido así por las partes), es un negocio simple (el fiduciario es complejo), el simulado es nulo (el fiduciario es válido), el simulado carece de causa (y el fiduciario tiene la *causa fiduciae*).

¹¹³ STS 7 de marzo 1990 (FJ 4.º).

devolver si así se ha pactado en el contrato)¹¹⁴, son de crear la denominada «titularidad fiduciaria»¹¹⁵ (entendida como «titularidad formal», STS 89/2003, de 13 de febrero, FJ 5.º) a la que se le da limitados efectos reales frente a terceros (porque es aparente ante ellos y por lo tanto válida ante ellos), como la protección de los terceros onerosos de buena fe que hayan confiado en la apariencia creada por el negocio fiduciario (no así a los terceros de mala fe o adquirentes a título gratuito) frente a la reclamación del creador de la fiducia (fiduciante). Pero entre las partes no puede haber una auténtica transmisión de la propiedad, porque saben que la transmisión ha sido incompleta (de ahí los «efectos reales limitados») y no se les puede aplicar la apariencia que se aplica a los terceros, de manera que la propiedad real la sigue manteniendo el fiduciante («vendedor»). En la línea de este argumento el TS entiende que el fiduciante tiene derecho a separar los bienes dados en fiducia de la masa de la quiebra del fiduciario concursado (art. 908 CCom. y desde la Ley Concursal, art. 80 LC)¹¹⁶, como también podrían tener derecho sus acreedores (los del fiduciante) en base al artículo 1.111 CC.

Pero aunque no exista tal doble efecto, en supuestos de *fiducia cum creditore* el TS suele acogerse al cumplimiento de lo estipulado por las partes en el contrato en base a los artículos 1.255 y 1.286 CC, provocando que el contrato fiduciario sea eficaz entre ellas, otorgando un *ius retinendi* al que recibe la «venta en garantía» (fiduciario) hasta que el «vendedor en garantía» (fiduciante) satisfaga la obligación subyacente la cual queda «garantizada por dicha venta» y, en caso de que llegado el plazo previsto incumpliese, la compra-venta se consolidaría y el «comprador» (fiduciario) adquiriría la propiedad completamente¹¹⁷.

Pero sólo con efectos obligacionales (los establecidos en el contrato) y no con efectos reales (transmisión de la propiedad) puesto que dicha apariencia (no deja de ser más que una apariencia y no una auténtica transmisión del derecho de propiedad) sólo se aplicará a los terceros de buena fe, con la posibilidad incluso de que, en caso de concurso del fiduciario y como hemos visto, el fiduciante (y sus acreedores) puedan reclamar los bienes «dados en fiducia» que tenga el concursado porque realmente no son de él sino que pertenecen al fiduciante (*settlor*). De ahí se puede deducir a *sensu contrario* que en caso de concurso del fiduciante (*settlor*) los bienes dados en fiducia deberían incorporarse en su propia masa concursal porque realmente son suyos, salvaguardando los derechos que terceros de buena fe y onerosos hayan obtenido sobre ellos pero no respetando la «apariencia de titularidad» que detenta el fiduciario. Todo ello también puede predicarse de la fiducia *cum amico*¹¹⁸.

A pesar de la admisión jurisprudencial (que no legal) de este esquema de fiducia *cum creditore*, más complicado parece que la jurisprudencia admita la gestión fiduciaria de negocios ajenos, de manera que el fiduciario no adquiriese la titularidad de la cosa del constituyente (el cual la pier-

¹¹⁴ La STS genuina fue la de 25 de abril 1944. No obstante, recientemente aún encontramos sentencias que se refieren a la teoría del doble efecto para explicar el negocio fiduciario (SAP Badajoz 66/2003, 24 febrero, FJ 1.º).

¹¹⁵ STS 6 de julio 1992.

¹¹⁶ Sobre esta relación entre fiduciante y fiduciario ver las SSTs de 28 de diciembre 1973, 2 de junio de 1982, 9 de octubre de 1987, 8 de marzo de 1988, 19 de marzo de 1989, 5 de julio de 1989, 30 de enero de 1991, 30 de abril de 1992 y 5 de julio de 1993.

¹¹⁷ STS 7 de marzo 1990 (FJ 4.º).

¹¹⁸ STS 2 de diciembre 1996 (FJ 4.º) y 16 de julio 2001 (FJ 4.º).

de) para gestionarla para sí mismo sino en beneficio de terceros, pero que dicha propiedad no formase parte de su patrimonio. Entendemos que la doctrina sobre «negocios fiduciarios» del TS es insuficiente para amparar la «legalidad» de los negocios «parafiduciarios» de los fondos financieros más allá de sus respectivas leyes especiales y, por lo tanto, no se les puede dar cobertura judicial más allá de estas normas hoy por hoy por los siguientes motivos:

- a) Los vehículos financieros que estamos tratando en este trabajo son más complejos que la fiducia *cum creditore* o la *cum amico* y poco tienen que ver con ellos ¹¹⁹ tal y como los entiende el TS: no se trata de que otro (el fiduciario) detente la propiedad (en beneficio de un tercero) sino que, según el TS, no hay auténtica transmisión de la titularidad del bien (sólo se respetan los derechos de los terceros onerosos de buena fe por la apariencia creada) ¹²⁰ y la única potestad de fiduciario es retener la cosa hasta que se la tenga que devolver al fiduciante por darse las circunstancias de otra obligación que quedaba garantizada con la fiducia (*cum creditore*) o si el fiduciario, actuando parecido a un mandatario, cumple o incumple lo que le había encomendado el fiduciante en confianza (*cum amico*).
- b) Según la explicación propuesta por el TS, no hay auténtica cesión de la propiedad del fiduciante al fiduciario y, por lo tanto, esta propiedad siempre estará en riesgo de entrar en la masa concursal del fiduciante, incorporándose en su masa activa concursal, como un activo más (arts. 76 y 80 LC), de manera que esta estructura imposibilita el buen funcionamiento de estructuras financieras fiduciarias que requieren un aislamiento del *pool* respecto al ataque de los acreedores del fiduciante.
- c) La jurisprudencia siempre condiciona la validez y la eficacia de los negocios fiduciarios a que éstos no sean fraudulentos ¹²¹. Eso nos lleva a que hay que acudir al caso por caso para ver si cada negocio fiduciario es o no fraudulento (provoca el temido «fraude de ley»), lo que comporta mucha incertidumbre a todos los negocios fiduciarios, puesto que en cualquier momento pueden ser catalogados como fraudulentos, dado que su única regulación se halla en cada contrato y no en las normas. Entendemos que acudir, como norma general, a criterios más objetivos, al igual que el resto de negocios jurídicos (ej. acciones rescisorias, sean en caso de concurso o por haber sido hechas en fraude de acreedores fuera de situaciones concursales, artículos 76.1 y 71.2 a 6 y artículo 1.291.3 CC, respectivamente) sería lo ideal. Pero ello pasa, naturalmente por la regulación de la fiducia (con tintes de *trust* anglosajón para las operaciones financieras), que permitiría darle mayor certeza.

¹¹⁹ Cuando los tribunales españoles se encuentran ante un *trust* constituido en una jurisdicción donde es admitido lo consideran como derecho extranjero y no le aplican las normas de la fiducia, tal y como lo indica la reiterada jurisprudencia del TS citada en la SAP 23 de noviembre 2000, la cual recurre a dicha doctrina en un caso de *trust* norteamericano.

¹²⁰ Incluso en algunas sentencias se habla de la «transmisión formal» de la propiedad y la retención de la «propiedad material» en manos del fiduciante, si bien dejando claro que la «auténtica» propiedad es la que detenta este segundo (STS 31 de octubre 2003, FJ 3.º).

¹²¹ STS 2 de diciembre 1996 (FJ 3.º).

- d) Los bienes dados en fiducia siempre se encuentran bajo la espada de Damocles que suponen cualquier tercero oneroso de buena fe que adquiera derechos sobre dichos bienes (sujeto a, posiblemente, las malas intenciones del fiduciario), de manera que, de aplicarse esta doctrina para los vehículos financieros, los activos incluidos en los *pools* estarían en permanente peligro de ser atacados por terceros que hayan negociado de buena fe con el fiduciario.

En definitiva, la jurisprudencia de los tribunales españoles reconociendo, en algunos supuestos, la fiducia, es insuficiente para dar seguridad jurídica a los negocios fiduciarios ¹²².

5.2. La fiducia como solución global. Características de una adecuada fiducia financiera.

Una fiducia adecuadamente regulada puede resultar muy útil a todo el sistema jurídico, pues puede dar cobertura a los problemas que hemos planteado, seguridad jurídica y flexibilidad para así poder adaptar correctamente las estructuras económico-financieras anglosajonas y crear nuevas.

La fiducia tiene su origen en el Derecho romano, aunque su posible regulación debería adaptarse para que desarrollase la misma función jurídico-económica que el *trust* en los países anglosajones ¹²³. Ella permite la gestión de negocios ajenos sin necesidad de la división de la propiedad (como requiere el *trust*). No obstante, las fiducias en derecho civil no son uniformes, sino que cada una se ha ido adaptando a cada ordenamiento jurídico. Así, algunas de ellas son solamente financieras (Liechtenstein o Argentina) o hereditarias (Cataluña) y otras más generales; unas incorporadas en los Códigos Civiles (Québec o Louisiana) o en los Códigos de Comercio (Honduras, Colombia y Costa Rica) y otras en leyes especiales (Japón o Israel); unas imbricadas en los sistemas mixtos de Derecho civil (Malta, Islas Mauricio o Escocia) y otras en ordenamientos con raigambre civil pura (Méjico o Luxemburgo) ¹²⁴.

Pero la diferencia esencial, al tiempo que la clave para regular una fiducia (concretamente una «fiducia atrustada» ¹²⁵ para que sirva a fines financieros) en los ordenamientos de Derecho civil está en quién adquiere la propiedad de las cosas dadas en fiducia. Tradicionalmente, y así lo han recogido

¹²² Un problema similar se encuentran los alemanes con su *Treuhand* jurisprudencial (KÖTZ, H., *National report for Germany*, en Hayton, D.J., Kortmann, S.C.J.J. y Verhagen, H.L.E., (eds.) «Principles of European trust law», 1999, Kluwer Law International y W.E.J. Tjeenk Willink).

¹²³ Sobre las diferencias entre el *trust* anglosajón y la fiducia que están utilizando diversos ordenamientos de derecho civil, véase CÁMARA LAPUENTE, Sergio, *El trust y la fiducia: posibilidades para una armonización europea*, «Derecho Privado Europeo», Sergio CÁMARA LAPUENTE (coord.), Madrid, 2003, Ed. Colex, págs. 1.131 a 1.136.

¹²⁴ Muchos de ellos, junto a sus normas y explicación, pueden hallarse en LUPOI, *Trusts*.

¹²⁵ Desafortunada expresión pero que viene a coincidir con la que utiliza CÁMARA LAPUENTE, *El trust...*, pág. 1.167 y de la que es partidario: «fiducia pura romana "corregida"». Otra cuestión es hasta dónde debe ser corregida; desde nuestro punto de vista, y con la finalidad de que la fiducia sea una herramienta útil en el ámbito financiero, debe descartarse que la titularidad de los bienes pase al fiduciario (solución por la que parece decantarse el autor, pág. 1.160), sino que debería constituirse como patrimonio de afectación, al estilo quebequés. Lo explicamos a continuación.

do la gran mayoría de ordenamientos civiles, los *Principles of European Trust Law* ¹²⁶ e, incluso, la fiducia romana, la debía adquirir el fiduciario ¹²⁷. No obstante, tanto el CC del Québec (arts. 1.260-1.298) ¹²⁸, como el de Etiopía (art. 516 CC 1960) y el borrador de Proyecto de Código Civil Catalán (art. 514-2 CC) siguen meridianamente las teorías de LEPAILLE ¹²⁹ sobre el patrimonio de afectación: los bienes dados en fiducia constituyen un patrimonio separado y afecto a una finalidad. Del mismo modo, el Convenio de La Haya de 1985 sobre el *trust* evita dar la propiedad de los bienes dados en fiducia al fiduciario ¹³⁰.

Desde nuestro punto de vista, este último es el modelo básico del que debe partir una fiducia que pueda tener utilidad financiera, por los siguientes motivos:

- a) Si hacemos que la propiedad de los bienes dados en fiducia sea del fiduciario, estamos haciendo de la titularidad de los bienes por parte del fiduciario un elemento esencial, requisito *sine qua non*, sin el que la fiducia no puede existir. De hecho, la traslación del dominio de los bienes al fiduciario será el momento de la perfección del contrato de fiducia (art. 609.2 CC). De manera que éste no podrá enajenar dichos bienes sin destruir la fiducia. Es decir, cuando enajene estos bienes a terceros, dichos bienes ya no pertenecerán a la fiducia. Pero cuando interese (p.ej. en las fiducias de inversión colectiva o en las fiducias tituladoras) que la titularidad de los bienes, mejor dicho, la cotitularidad de los bienes, pase a los beneficiarios, el fiduciario deberá dejar de serlo (ha perdido la propiedad fiduciaria de los bienes y, por lo tanto, ya no tiene ningún título que lo legitime a gestionarlos) y, en cualquier caso, necesitará de otra fiducia, mandato u otro derecho para que le legitime para continuar gestionando en beneficio de los beneficiarios de dichos bienes, porque la fiducia habrá desaparecido ya que el fiduciario carecerá de título.

¹²⁶ Trabajo doctrinal recogido en HAYTON, D.J., KORTMANN, S.C.J.J. y VERHAGEN, H.L.E., (eds.), *Principles of European trust law*, 1999, Kluwer Law International and W.E.J. TJEENK WILLINK, págs. 13 a 38.

¹²⁷ Otras posibilidades en CÁMARA LAPUENTE, *El trust...*, págs. 1.153 a 1.156. No obstante, todas ellas debemos descartarlas para regular una fiducia financiera. Algunas por imposibles en nuestro ordenamiento (doble propiedad), otras por débiles (propiedad del fiduciario y derecho personal del beneficiario), por no conseguir que el patrimonio quede completamente separado del del constituyente, cosa que no permitiría realizar todas las operaciones financieras que requiriesen dicho aislamiento (*vid. sup.*) (propiedad del fiduciante y pura legitimación del fiduciario), por incurrir en el mismo problema que la que atribuye la propiedad al fiduciario (*vid. infra.*; es la que le pasa la propiedad a los beneficiarios) o porque no responde a la idea esencial de la fiducia, que es que el fondo no tenga personalidad jurídica (aquellas teorías que le atribuyen personalidad jurídica). La duda, por lo tanto está entre el modelo del patrimonio de afectación y el modelo de patrimonio separado propiedad del fiduciario, que los comentamos a continuación.

¹²⁸ CANTIN CUMYN, Madeleine, «The Quebec Trust: A Civilian Institution with English Law Roots», in *Trusts in Mixed Legal System*, eds. Milo & J.M. Smiths, *Privaatrecht, Nijmegen*, 2001, *Ars Aequi Libri*, pág. 76.

¹²⁹ LEPAILLE, Pierre, *Traité Théorique et pratique des trusts en droit interne, en droit fiscal et en droit international*, París, 1932, Rousseau & Cie Éditeurs, págs. 31 a 50.

¹³⁰ Éste elude conceder la propiedad de los bienes dados en *trust* al *trustee* y utiliza la ambigua fórmula de «assets have been placed under the control of a trustee for the benefit of beneficiary or for a special purpose» (art. 2 Convenio de La Haya) (cursiva propia). Aunque la doctrina mayoritaria critica esta ambigüedad y apostaría por la transmisión de la propiedad al fiduciario (LUPOT, *Trusts...*, pág. 333), el hecho es que el Convenio de La Haya admite otros tipos de fiducia que no concedan la propiedad al fiduciario.

- b) En cambio, un patrimonio de afectación no gira en torno a la titularidad de los bienes. Esto quiere decir que si el fiduciario quiere distribuir una multitud de certificados de cotitularidad sobre el fondo (ej. fiducia de inversión) podrá hacerlo sin poner en peligro la existencia de la estructura fiduciaria. Para que esto sea posible, las fiducias deberán poderse constituir mediante negocios unilaterales recepticios, como las donaciones (art. 618 CC) ¹³¹, y no por contrato, generando obligaciones desde que el fiduciario acepta (art. 629 CC) y perfeccionándose desde que el constituyente conoce la aceptación (art. 623 CC). Esto permite, si así se quiere, que el constituyente se declare él mismo fiduciario a favor de un tercero (como es posible en el derecho anglosajón), cosa que no sería posible si fuese un contrato (arts. 1.254 y 1.262 CC).

- c) La titularidad de los bienes debe corresponder al fondo. Con la fiducia, las dos propiedades características del *trust* deben distribuirse en forma de dominio único (más otros derechos) entre los diversos participantes del negocio. El dominio deberá corresponder, en nuestra opinión, al fondo en sí mismo. Además, ésta es la filosofía intrínseca de los *trusts* anglosajones: que los *trusts* sean patrimonios autónomos aislados de los riesgos de los que lo rodean (*settlor, trustee* y beneficiarios). La atribución de la titularidad a cualquiera de los intervinientes (constituyente, fiduciario y beneficiarios) pervertiría a la institución y no la haría tan flexible: si se atribuye al constituyente, hay riesgo de que el *trust* se vea afectado por la insolvencia de éste; si se atribuye al fiduciario o a los beneficiarios, éstos no podrán enajenar los bienes sin destruir la fiducia y ni las fiducias de inversión colectiva, ni las de pensiones ni las nuevas modalidades de tituladoras (aquellas que permitan que los certificados hipotecarios representativos del fondo representen una cotitularidad sobre el mismo) podrían realizarse sin destruir la fiducia.

- d) Estamos de acuerdo en que optar por esta opción conlleva cierta «personificación» del fondo. Pero esto no es ninguna novedad en nuestro derecho, en tanto que ya actualmente tienen por ley atribuidos derechos procesales y obligaciones tributarias ¹³². Además, esta teoría está en plena armonía con el artículo 1.911 CC, ya que el fondo responde con todo su patrimonio presente y futuro por las deudas que él mismo contraiga; en cambio, con la teoría de la propiedad transferida al fiduciario, no queda claro cómo una persona puede tener dos patrimonios incommunicados. El artículo 1.911 CC no necesita una persona sujeta a responsabilidad (¡atrás quedaron los tiempos de la prisión o esclavitud por deudas!), sino un patrimonio; y con esta teoría lo tiene.

¹³¹ De hecho, los *charitable trusts* se basan en este efecto gratuito a favor de alguien o de una finalidad (HANSMANN y MATTEI, *The functions of...*, pág. 437).

¹³² *Id. sup.* y *id. infra.*

6. RÉGIMEN IMPOSITIVO DE LOS FONDOS FINANCIEROS SIN PERSONALIDAD JURÍDICA

A continuación, vamos a examinar la tributación real y efectiva de los patrimonios financieros que carecen de personalidad jurídica. La cuestión radica en el deber de tributar de las entidades sin personalidad jurídica. Según el artículo 35.4 de la LGT, «tendrán la consideración de obligados tributarios, en las leyes en que así se establezca, las herencias yacentes, comunidades de bienes y demás entidades que, carentes de personalidad jurídica, constituyan una unidad económica o un patrimonio separado susceptibles de imposición»¹³³. Este artículo reconoce que una unión económica, aun careciendo de personalidad jurídica, tiene una autonomía patrimonial y organizativa que le permite actuar en el tráfico jurídico como un verdadero ente tributario.

En este precepto no se establece que los patrimonios financieros sin personalidad jurídica sean obligados tributarios, sino que se señala que tendrán esta consideración cuando una ley expresamente lo reconozca. Según SAINZ DE BUJANDA, esta disposición¹³⁴ posee una finalidad «puramente didáctica y orientadora, se limita a recordar al legislador la posibilidad de que en futuras leyes atribuya la consideración de sujetos pasivos del tributo a las entidades que reúnan las características»¹³⁵. Por lo que será necesario acudir a la ley reguladora de cada tributo en concreto para ver si se sujetan a gravamen los patrimonios sin personalidad jurídica.

Si no existiera ningún precepto específico, estos fondos no estarían sujetos a ningún impuesto, sino que se regirían por el sistema de atribución de rentas, según el cual las rentas derivadas del Fondo se imputan directamente a cada uno de los partícipes e inversores (art. 10 RDL 3/2004¹³⁶). Sin embargo, el artículo 7 del RDL 4/2004¹³⁷, que regula el IS, establece que son «sujetos pasivos del impuesto, cuando tengan su residencia en territorio español:

- Los fondos de inversión, regulados en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Los fondos de pensiones, regulados en el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el RDL 1/2002, de 29 de noviembre¹³⁸.

¹³³ En similares términos el artículo 33 de la derogada LGT.

¹³⁴ Hace referencia al originario artículo 33 de la LGT.

¹³⁵ SAINZ DE BUJANDA, Fernando. «La capacidad jurídica tributaria de los entes colectivos no dotados de personalidad», *Hacienda y Derecho*, vol. V, Instituto de Estudios Políticos, Madrid, 1967, pág. 447.

¹³⁶ RDL 3/2004, de 5 de marzo (BOE 10 marzo 2004, núm. 60, pág. 10.670), que es el texto refundido de la Ley 40/1998, de 9 de diciembre que regula el IRPF.

¹³⁷ RDL 4/2004, de 5 marzo, que aprueba el texto refundido de la Ley del IS (BOE 11 de marzo de 2004, núm. 61, pág. 10.951) y que sustituye a la anterior Ley 43/1995, de 27 de diciembre, reguladora del IS. Piénsese que la originaria Ley del IS (Ley 61/1978, de 27 de diciembre) no sujetaba este impuesto a dichos Fondos, sino que se regulaban por la atribución de rentas.

¹³⁸ El artículo 30 del RDL 1/2002 (BOE 13 de diciembre de 2002, núm. 298, pág. 43.361) establece que «Los fondos de pensiones constituidos e inscritos según lo requerido por la presente Ley, estarán sujetos al IS a un tipo de gravamen cero teniendo, en consecuencia, derecho a la devolución de las retenciones que se les practiquen sobre los rendimientos del capital mobiliario. 2. La constitución, disolución y las modificaciones consistentes en aumentos y disminuciones de los fondos de pensiones regulados por esta Ley, gozarán de exención en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.»

- Los fondos de titulización hipotecaria, regulados en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria¹³⁹.
- Los fondos de titulización de activos a que se refiere la disposición adicional quinta.2 de la Ley 3/1994, de 14 de abril, sobre adaptación de la legislación española en materia de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y otras modificaciones relativas al sistema financiero.»¹⁴⁰

Es decir, la consideración como sujeto pasivo del IS y su correlativa obligación de tributar se trata de una sujeción derivada de la mera voluntad del legislador, sin que el artículo 35.4 de la LGT implique un mandato expreso al legislador. En consecuencia, la voluntad del legislador podría perfectamente cambiar y llegar a establecer una tributación menor o, incluso, la no tributación.

La obligación de tributar de estos fondos sin personalidad jurídica responde a la aplicación del principio de capacidad económica del artículo 31.1 de la CE¹⁴¹. En este artículo se establece el deber de contribuir al sostenimiento de los gastos públicos, de acuerdo con la capacidad económica de los ciudadanos, y mediante un sistema tributario justo que se inspire en diversos principios, como son el de igualdad y progresividad. Como señala la jurisprudencia constitucional, la «capacidad económica, a efectos de contribuir a los gastos públicos, significa la incorporación de una exigencia lógica que obliga a buscar la riqueza allí donde la riqueza se encuentra»¹⁴².

Es decir, como los Fondos obtienen una serie de ingresos o rentas, es decir, beneficios económicos¹⁴³ (que son un índice de capacidad económica directa) deberán satisfacer unos tributos con la finalidad básica y esencial de contribuir a financiar los gastos públicos. Así es como lo entiende el artículo 7 del RDL 4/2004 que regula el texto refundido de la LIS.

Es necesario tener en cuenta que en todo momento estamos hablando del régimen fiscal del Fondo, de la entidad sin personalidad jurídica y no de la sociedad gestora del mismo, que como está constituida como sociedad deberá tributar a efectos del IS, al igual que toda sociedad persona jurídica, y en función de su actividad también deberá satisfacer los impuestos, tasas o contribuciones especiales que deriven de su actividad económica (en esencia, el cobro de una comisión por la gestión del fondo).

Antes de entrar a estudiar la tributación real y efectiva de los Fondos de Inversión, de los Fondos de Pensiones y de los Fondos de Titulización, vamos a diferenciar, de forma resumida, las diferentes etapas que existen en el régimen fiscal de los Fondos.

¹³⁹ BOE 14 de julio de 1992, núm. 168, pág. 24.123.

¹⁴⁰ BOE 15 de abril de 1994, núm. 90, pág. 11.514.

¹⁴¹ También reconocida en el artículo 3 de la nueva LGT.

¹⁴² SSTC 27/1981, de 20 de julio (FJ 4.º), 150/1990, de 4 de octubre (FJ 9.º) y 221/1992, de 11 de diciembre (FJ 4.º).

¹⁴³ El hecho imponible del IS es la obtención de renta, cualquiera que sea su origen (art. 4.1 RDL 4/2004).

6.1. Primera etapa: la constitución del fondo.

En referencia a la tributación indirecta, están exentas del ITPAJD las siguientes operaciones que realicen los fondos de pensiones: la constitución, la disolución y las modificaciones consistentes en aumentos y disminuciones de los fondos, en la actividad de operaciones societarias (art. 30.2 RDL 1/2002).

Sobre los Fondos de Inversión Colectiva, a efectos del ITPAJD, todas las operaciones societarias que realice la sociedad gestora del Fondo de Inversión, como son la constitución, el aumento de capital y la fusión, estarán exentas de satisfacer este impuesto en la actividad de operaciones societarias [art. 45.I.B.10) RDL 1/1993], aunque no lo estarían, en cambio, las operaciones de reducción de capital ni la disolución. Este beneficio fiscal tiene la finalidad de incentivar la creación, desarrollo o integración de los fondos que estamos tratando.

Además, los Fondos de Inversión Inmobiliaria que, con el carácter de instituciones de inversión colectiva no financieras, tengan por objeto social exclusivo la inversión en cualquier tipo de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y en los que, además, las viviendas, las residencias estudiantiles y las residencias de la tercera edad, en los términos que reglamentariamente se establezcan, representen conjuntamente, al menos, el 50% del total del activo gozan de las siguientes bonificaciones, a efectos del ITPAJD:

- Las operaciones de constitución, aumento de capital, fusión y escisión del fondo, así como las aportaciones no dinerarias a dicho fondo, quedarán exentas en la modalidad de operaciones societarias (art. 45.I.B.19 RDL 1/1993 sobre el ITPAJD, en la nueva redacción dada por la Ley 35/2003).
- Y gozarán de una bonificación del 95% por la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento ¹⁴⁴.

La constitución de un Fondo de Titulización se centra en la agrupación de los activos cedidos por el originador (créditos) y la emisión por parte del Fondo de los correspondientes bonos de titulización hipotecaria y de activos. Y la constitución del Fondo de Titulización Hipotecaria y del Fondo de Titulización de Activos, así como la emisión, la transmisión, cancelación y el reembolso de los títulos están exentos del concepto operaciones societarias del ITPAJD ¹⁴⁵. Ahora bien, tributará por actos jurídicos documentados, cuando se formaliza en escritura pública (art. 28 RDL 1/1993).

¹⁴⁴ La aplicación del régimen fiscal contemplado en este apartado requerirá que los bienes inmuebles que integren el activo de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria no se enajenen hasta que no hayan transcurrido tres años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disposición final primera de la Ley 35/2003 que modifica el del RDL 1/1993, de 24 de septiembre, que aprueba el texto refundido de la Ley del ITPAJD (BOE 20 de octubre de 1993, núm. 251, pág. 29.545).

¹⁴⁵ En referencia a los Fondos de Titulización Hipotecaria, véase el artículo 5 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, y en referencia a los Fondos de Titulización de Activos, se aplica supletoriamente la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria (art. 1.2 RD 926/1998, de 14 mayo, que regula los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras).

6.2. Segunda etapa: el inversor.

El inversor en los valores emitidos por los diferentes fondos puede ser una persona física, jurídica, o entidades sin personalidad jurídica ¹⁴⁶. Esta inversión se remunera a través de un determinado interés periódico (FTH y FTA) o por el reparto de los rendimientos obtenidos por el fondo por sus operaciones (FICF).

En este caso vamos a diferenciar, por un lado, las rentas obtenidas por invertir en un Fondo de Titulización o de Inversiones y, por otro, las rentas obtenidas de un Fondo de Pensiones, puesto que su tributación es sustancialmente diferente.

En referencia a la tributación directa pueden darse tres casos:

- Si es una persona física residente en España, el inversor del Fondo de Titulización o de Inversiones es sujeto pasivo del IRPF y debe integrar en su base imponible las rentas obtenidas en el apartado de rendimientos de capital mobiliario por la cesión a terceros de capitales propios (art. 23 RDL 3/2004).

Aunque el artículo 84 del Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del IRPF, nos dice que están sujetos a una retención del 15% todos los rendimientos de capital mobiliario, el artículo 73 f) del mismo texto establece que no existe la obligación de practicar retención ni ingreso a cuenta sobre los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimientos explícitos, representados en anotaciones en cuenta y que se negocian en un mercado secundario oficial de valores español ¹⁴⁷.

Asimismo, la venta, transmisión, reembolso o amortización de las participaciones del fondo tendrán consideración de ganancias o pérdidas generadas a efectos del IRPF (art. 31 RDL 3/2004).

En el supuesto de rentas obtenidas por la participación en un Fondo de Pensiones, solamente aparece el supuesto que el inversor sea una persona física (no una persona jurídica). Los planes de pensiones se pueden recuperar en forma de capital (en un solo pago) o de renta (varios pagos en distintos años) o combinando las dos fórmulas. De una u otra forma, estas rentas tributan como rendimientos de trabajo a efectos del IRPF y no tienen retención (art. 16.2.3.ª RDL 3/2004) y ambos capitales tienen una reducción del 40% porque es renta irregular (obtenida en un período superior a dos años).

¹⁴⁶ Por ejemplo el Fondo de Garantía en una Titulización sintética (art. 97 Ley 62/2003, de 30 diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social para el año 2004, BOE 31 de diciembre de 2003, núm. 313, pág. 46.874).

¹⁴⁷ Además, los rendimientos obtenidos se pueden reducir en un 40%, si su período de generación es superior a dos años (art. 30 RDL 3/2004).

- Si se trata de una persona jurídica residente en España, el inversor institucional que obtenga rentas del Fondo de Titulización o del Fondo de Inversiones, tendrá la consideración de sujeto pasivo del IS [art. 7.1 a) RDL 4/2004], y deberá integrar en la base imponible del impuesto los rendimientos de los bonos de titulización y las participaciones en el Fondo de Inversiones. Se declaran dentro del apartado de ingresos en la contabilidad de la sociedad y se integran en la base imponible del IS: ya sean beneficios, ya sean ventas, transmisión, reembolso o amortización de las participaciones (plusvalías o pérdidas) (art. 10.3 RDL 4/2004).

Asimismo, estos rendimientos están sujetos a retención en cuenta del 15% (Capítulo II del Título IV RD 537/1997), salvo los supuestos del artículo 57 k) del Real Decreto 537/1997 que establece la excepción de retener e ingresar a cuenta de los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de los Fondos de Titulización, cuando estén representados en anotaciones en cuenta y negociados en un mercado secundario oficial de valores español ¹⁴⁸.

- Si la persona física o jurídica es no residente en territorio español. Los rendimientos obtenidos por los titulares de los bonos y participaciones emitidos por el Fondo de Titulización o el Fondo de Inversiones tienen la condición de renta obtenida en España [art. 13.1 f) RDL 5/2004 ¹⁴⁹] y, por lo tanto, tributarán a efectos del IRNR. En este caso, en concepto de intereses, o bien con motivo de la transmisión, reembolso o amortización de los mismos, equiparándose a la cesión a terceros de capitales propios del artículo 23.2 de la Ley del IRPF. Es decir, se encuadran bajo el concepto de rendimientos de capital mobiliario [art. 13.1 f) RDL 5/2004] o bien como ganancias patrimoniales en el caso de las ventas, transmisión, reembolso o amortización de las participaciones y bonos [art. 13.1 i) RDL 5/2004].

La tributación es diferente si se trata de rentas obtenidas con o sin establecimiento permanente. En el primer caso, cuando son rentas obtenidas mediante establecimiento permanente tributan según el Capítulo III del RDL 5/2004, sin perjuicio de lo dispuesto en los convenios para evitar la doble imposición suscritos por España, en los cuales pueden determinar la no tributación de la renta o la tributación de tipos de gravámenes reducidos. De esta forma, la base imponible se determinará de acuerdo con las normas del IS.

Y en el segundo supuesto, si son rentas obtenidas sin establecimiento permanente, pueden darse diversas situaciones: a) si el preceptor del rendimiento es residente en otro Estado miembro de la Unión Europea, las rentas están exentas de tributación [art. 14.1 c) RDL 5/2004]. b) si el preceptor del rendimiento es residente en un país sin convenio para evitar la doble imposición tributa según el capítulo IV del RDL 5/2004, básicamente el tipo de gravamen será del 15 por 100. c) si el preceptor del rendimiento es residente en un país con convenio de doble imposición, habrá que estar a lo dispuesto por el convenio.

¹⁴⁸ Estos requisitos se precisan para las emisiones realizadas a partir de 1 de enero de 1999.

¹⁴⁹ RDL 5/2004, de 5 de marzo (BOE 12 de marzo de 2004, núm. 62, pág. 11.176), texto refundido de la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, de normas reguladoras del IRNR y otras normas tributarias.

6.3. Tributación directa de los fondos.

Ahora vamos a estudiar la tributación directa real y efectiva de los fondos, es decir, de los patrimonios financieros sin personalidad jurídica. Como ya hemos expuesto con anterioridad, todo fondo debe tributar a efectos del IS, independientemente de que posteriormente, los inversores que reciben los ingresos de estos fondos también los declaren en su correspondiente IRPF (si se trata de una persona física), en el IS (si se trata de una sociedad) o en el IRNR (si se trata de una persona física o jurídica que no reside en el Estado español).

Tal y como está hoy por hoy legalmente configurada la tributación de los fondos, la doctrina no encuentra particularidades significativas ni controversias especiales. Por un lado, deberá tributar por la obtención de una serie de beneficios a efectos del IS y, por otro lado, respecto las restantes actividades deberá tributar por los correspondientes impuestos, en función de que los actos que desarrollen estén gravados, es decir, siempre que realicen de forma autónoma el presupuesto de hecho previsto en cada uno de ellos.

A título de ejemplo, tributarán por los siguientes impuestos:

- Por el Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana que grava el incremento de valor de estos terrenos que se pone de manifiesto por la transmisión de la propiedad de los mismos o por la constitución o transmisión de derechos reales (arts. 104 y 106 RDL 2/2004 ¹⁵⁰). Esto afectaría a los Fondos de Inversión Inmobiliaria que detentan y negocian con inmuebles.
- Por el IBI si estas entidades sin personalidad jurídica son titulares de bienes inmuebles rústicos y urbanos, concesiones administrativas sobre los mismos, o bien son titulares de derechos reales de superficie o de usufructo (arts. 61 y 63 RDL 2/2004).
- Por el IVA cuando realicen entrega de bienes, prestaciones de servicios, adquisiciones intracomunitarias de bienes e importaciones de bienes ¹⁵¹.
- Por el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (art. 7.1 RDL 1/1993), cuando realicen transmisiones onerosas por actos *inter vivos* de toda clase de bienes y derechos que integran el patrimonio de las personas físicas o jurídicas, o la constitución de derechos reales, préstamos, fianzas, arrendamientos, pensiones y concesiones administrativas.

¹⁵⁰ RDL 2/2004 de 5 de marzo (BOE 9 de marzo de 2004, núm. 59, pág. 10.284), que deroga la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas locales.

¹⁵¹ Regulado por la Ley 37/1992, de 28 de diciembre (BOE 29 de diciembre de 1992, núm. 312, pág. 44.247). En la Consulta de 8 de julio de 1993, la Administración tributaria entiende que están sujetas a IVA las entregas de bienes y servicios realizados por los Fondos de Titulización Hipotecaria en el desarrollo de su actividad empresarial y se consideran prestados en el territorio de aplicación del impuesto cuando el destinatario sea un empresario profesional y radique en dicho territorio la sede de su actividad económica o tenga en el mismo un establecimiento permanente o, en su defecto, el lugar de su domicilio.

e) Por el Impuesto sobre Vehículos de Tracción Mecánica, si los patrimonios sin personalidad jurídica tienen algún vehículo que se encuentra sujeto a este impuesto (art. 94 RDL 2/2004).

f) Por el Impuesto sobre Construcciones, Instalaciones y Obras, si estas entidades realizan cualquier construcción, instalación u obra en la cual se exija una licencia de obras urbanística (arts. 100 y 101 RDL 2/2004).

Si bien destacar que estas entidades sin personalidad jurídica no están sujetas al Impuesto sobre el Patrimonio, puesto que éste únicamente grava el patrimonio de las personas físicas (art. 1 de la Ley 19/1991, de 6 de junio, que regula el Impuesto sobre el Patrimonio ¹⁵²), ni tampoco al IAE. Piénsese que el IAE grava el ejercicio de actividades económicas, y una actividad se ejerce con carácter económico, cuando es empresarial, profesional o artístico y suponga una ordenación por cuenta propia de los medios de producción y de recursos humanos (o bien de ambos), con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes y servicios. En consecuencia, ninguno de estos patrimonios financieros (que en realidad se dedican a la compraventa de valores mobiliarios, etc.) realizan una actividad económica ni empresarial ni profesional ¹⁵³. Y en referencia a las tasas y a las contribuciones especiales, siempre que estos patrimonios financieros sin personalidad jurídica realicen su hecho imponible, deberán satisfacerlas ¹⁵⁴.

La tributación de estos Fondos sin personalidad jurídica no presenta ninguna especialidad a la hora de determinar la base imponible del IS; en el lado del activo aparecen los ingresos principales que provendrán de las participaciones de los inversores y, en el lado del pasivo, los gastos ordinarios de la actividad ¹⁵⁵. Sin embargo, sí que presentan una serie de particularidades a la hora de establecer el tipo de gravamen. Vamos a estudiar las diferentes especialidades que tiene cada tipo de fondo:

¹⁵² BOE 7 de junio de 1991, núm. 136, pág. 18.692.

¹⁵³ Resolución de 16 de diciembre de 1993, de la Dirección General de Coordinación con las Haciendas Territoriales. Véase el artículo 79 del RDL 2/2004. Y la STSJ de Madrid de 15 abril de 1998 y en referencia a los Fondos de Pensiones establece que «si bien no hay una exención expresa en la Ley que lo regula, ni cabe entender la no sujeción al mismo de los Fondos de Pensiones, dada su naturaleza, y por aplicación excluyente de lo dispuesto en los artículos 79 y 80 de la Ley 39/1988. Tampoco cabe entender que están comprendidos en ninguno de los Epígrafes de las Tarifas e Instrucción del Impuesto, pues no cabe entender que se comprendan en el epígrafe 819.9 que se refiere a "otras actividades financieras n.c.o.p." (no comprendidas en otras partes), porque los Fondos de Pensiones, como hemos expuesto no son entidades financieras, sino patrimonios sin personalidad jurídica; ni en el epígrafe 831.9 sobre "otros servicios financieros", ya que la entidad financiera que realiza actividades y servicios financieros es la Entidad Gestora de los Fondos de Pensiones, y como tal contribuye por el IAE».

¹⁵⁴ Así, el artículo 23.1 del RDL 2/2004 establece que «Son sujetos pasivos de las tasas, en concepto de contribuyentes, las personas físicas y jurídicas así como las entidades a que se refiere el artículo 35.4 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria: a) Que disfruten, utilicen o aprovechen especialmente el dominio público local en beneficio particular, conforme a alguno de los supuestos previstos en el artículo 20.3 de esta Ley. b) Que soliciten o resulten beneficiadas o afectadas por los servicios o actividades locales que presten o realicen las entidades locales, conforme a alguno de los supuestos previstos en el artículo 20.4 de esta Ley». Y el artículo 30.1 del mismo texto legal: «Son sujetos pasivos de las contribuciones especiales las personas físicas y jurídicas y las entidades a que se refiere el artículo 35.4 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, especialmente beneficiadas por la realización de las obras o por el establecimiento o ampliación de los servicios locales que originen la obligación de contribuir».

¹⁵⁵ Por ejemplo, en la Consulta de 8 de julio de 1993, la Administración tributaria establece en referencia a los Fondos de Titulización Hipotecaria que, a falta de precepto expreso, los pagos de intereses a favor de los tenedores de bonos y los gastos conexos con las coberturas contratadas a favor del fondo son declarados sujetos y exentos del IVA por asimilación con las operaciones financieras del artículo 20.1.18 de la LIVA.

A) **LOS FONDOS DE PENSIONES.** Recordemos que son un conjunto de bienes y derechos económicos, sin personalidad jurídica, creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a los planes de pensiones, cuya finalidad básica es la de permitir la instrumentación de uno o varios planes de pensiones, canalizando las inversiones de los recursos provenientes de éstos ¹⁵⁶.

Al igual que en los supuestos anteriores, las rentas que generen los fondos de pensiones no serán atribuibles a los partícipes, quedando, en consecuencia, sin aplicación del régimen de atribución de renta (art. 29 RDL 1/2002, de 29 noviembre ¹⁵⁷). Por lo que los beneficios obtenidos por el Fondo tributan a efectos del IS, pero el tipo de gravamen es cero (a diferencia del tipo de gravamen general del IS que es del 35%). Por lo tanto, los fondos tienen derecho a la devolución de las retenciones practicadas sobre los rendimientos del capital mobiliario (art. 30 RDL 1/2002, de 29 noviembre ¹⁵⁸).

Como ya hemos adelantado con anterioridad, perfectamente el legislador podía haber optado por otro tipo de tributación como es la exención total de los fondos de pensiones en el IS o la vía de la no sujeción y, sin embargo, ha optado por la vía de la tributación al 0%. Más adelante estudiaremos las diferentes consecuencias jurídicas de optar por una vía u otra.

Y el Fondo de Pensiones también es sujeto pasivo del IVA, de la misma forma que otras entidades carentes de personalidad jurídica que constituyen una unidad económica susceptible de imposición y que efectúan operaciones sujetas al impuesto, tales como las herencias yacentes o las comunidades de bienes. Sin embargo, las operaciones de la gestión y depósito del Fondo de Pensiones están exentas a efectos del IVA [art. 20.18 n)].

B) **LOS FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA.** Los Fondos de Inversión son Instituciones de Inversión Colectiva configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, que pertenecen a una pluralidad de inversores (incluidos, entre ellos, otras Instituciones de Inversión Colectiva), cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora (que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo), con el concurso de un depositario, y cuyo objeto básico y esencial es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos (art. 3.1 de la Ley 35/2003 ¹⁵⁹).

¹⁵⁶ Véase MONERO PÉREZ, José Luis, «Instrumentación jurídica e institucional de los Planes y Fondos de Pensiones», *Revista española de Derecho del Trabajo*, núm. 40, octubre-diciembre, 1989, pág. 591. Y MATEO GUERRERO Y RUIZ, Rafael, «Planes y Fondos de Pensiones», *Revista Técnico Laboral*, núm. 40, 1989, pág. 234. Y la STC 206/1997, de 27 noviembre. Véase el artículo 3 del Real Decreto 304/2004, de 20 febrero, que aprueba el Reglamento de Planes y fondos de pensiones (BOE 25 febrero 2004, núm. 48, pág. 8.859).

¹⁵⁷ Que aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (BOE de 13 de diciembre de 2002, núm. 298).

¹⁵⁸ Este régimen ya se reconocía en el mismo artículo de la Ley anterior 8/1987, de 8 de junio.

¹⁵⁹ En este mismo sentido se pronuncia la STSJ de Madrid de 30 noviembre de 2000.

Está claro que son entidades sin personalidad jurídica, puesto que únicamente existe un patrimonio integrado por las participaciones de los inversores y gestionados por una sociedad que no tiene la propiedad del Fondo. Por lo que la sociedad que gestiona este fondo (SG) será quien deba liquidar el correspondiente IS por los rendimientos obtenidos por el Fondo, puesto que se trata de una sociedad anónima cuya única particularidad es su objeto social.

Los siguientes Fondos de Inversión tributan a un tipo impositivo del 1% a efectos del IS (art. 28.5 RDL 4/2004):

- Los fondos de inversión mobiliaria.
- Los fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- Los fondos de inversión inmobiliaria (siempre que el número de partícipes sea más de 100 ¹⁶⁰) y que, con el carácter de instituciones de inversión colectiva no financieras, tengan por objeto exclusivo la inversión en cualquier tipo de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, y, además, las viviendas, las residencias estudiantiles y las residencias de la tercera edad, que representen conjuntamente, al menos, el 50% del total del activo ¹⁶¹.
- Los fondos de inversión de carácter financiero (siempre que el número de partícipes sea como mínimo de 100 personas) ¹⁶².

La justificación de esta tributación atenuada (recordemos que la tarifa general del IS es del 35%) radica en la naturaleza intrínseca de unas entidades que tienen por finalidad esencial encauzar y promover el ahorro colectivo y la mayor obtención de rendimientos mediante la inversión (atenuando el riesgo) por parte de particulares e instituciones ¹⁶³.

Pero todas estas instituciones que tienen un tipo de gravamen especial del 1% a efectos del IS no podrán practicar la deducción por doble imposición internacional (art. 71.1 RDL 4/2004), pero sí la devolución de las retenciones a cuenta y los pagos fraccionados si superan la cuota (art. 71.2

¹⁶⁰ La exigencia de ser más de 100 socios o partícipes es una novedad introducida por la Ley 35/2003 y se aplicará a los períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2004. Esta nueva normativa mantiene el régimen vigente, si bien precisa de un número mínimo de accionistas y partícipes con el que han de contar dichas Instituciones de Inversión Colectiva para beneficiarse del trato fiscal favorable.

¹⁶¹ La aplicación de este tipo de gravamen inferior precisa que los bienes inmuebles que integran el activo de las instituciones de inversión colectiva no se enajenen hasta que no hayan transcurrido tres años desde su adquisición, salvo que, con carácter excepcional, medie autorización expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 28 del RDL 4/2004).

¹⁶² La exigencia de ser más de 100 socios o partícipes es una novedad introducida por la Ley 35/2003 y se aplicará a los períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2004.

¹⁶³ Véase FERRER PEDROLA, Ramón, «Acerca de las instituciones de inversión colectiva y su trascendencia en la calificación tributaria», *Carta Mercantil*, núm. 13, 2000, págs. 27 y 28. Y RICO ARÉVALO, Belén, «Las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable como sociedades anónimas especiales», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, octubre, 1998, págs. 255 y 256.

RDL 4/2004). Las restantes entidades de inversión colectiva tributan, por el contrario, al tipo de gravamen general del 35% y sí que pueden practicar deducciones para evitar la doble imposición internacional ¹⁶⁴.

Cabe destacar que con la nueva Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (aplicable a los períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2004), se añade formalmente que cuando el importe de los pagos fraccionados, retenciones e ingresos a cuenta practicados sobre los ingresos supere la cuantía de la cuota íntegra, la Administración tributaria procederá a devolver, de oficio, el exceso ¹⁶⁵.

Y, a efectos del IVA, la gestión y administración del fondo también está exenta de pagar este impuesto.

C) LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA. Su configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, puesto que no son Instituciones de Inversión Colectiva. Los Fondos de Titulización Hipotecaria están sujetos al IS, por los beneficios del fondo, al tipo general, que es el 35% (art. 5 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria).

La administración del Fondo de Titulización Hipotecaria por la sociedad gestora quedará exenta del IVA [art. 20.18 n) de la LIVA].

D) LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS están sujetos al IS, por los beneficios del fondo, al tipo general, que es el 35% ¹⁶⁶. Es decir, observamos que no se aplica ningún tipo impositivo reducido. Asimismo, todos los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de los Fondos de Titulización (hipotecaria y de activos), están exentos de la obligación de retener y de ingresar a cuenta [art. 57 k) RD 597/1994, que aprueba el reglamento del IS]. Esta exención se extiende a los rendimientos derivados de activos financieros o depósitos bancarios ¹⁶⁷.

Y la gestión y depósito del Fondo de titulización de activos por las sociedades gestoras quedará exento a efectos del IVA [art. 20.18 n) LIVA].

¹⁶⁴ Además, en los Fondos de Inversión no existe la obligación de retener ni de ingresar a cuenta, a efectos del IS, respecto las rentas derivadas de la transmisión a reembolso de acciones o participaciones representativas del capital o patrimonio de las instituciones de inversión colectiva obtenidas por los fondos de inversión mobiliaria [art. 59 t) del Reglamento del IS, RD 1777/2004].

¹⁶⁵ Mención que aparece expresamente en la Ley y que en la práctica ya se realizaba. Y añade que, en ningún caso, se les podrá aplicar el régimen de sociedades patrimoniales de los artículos 75 a 77 RDL 4/2004 (art. 71 RDL 4/2004 LIS).

¹⁶⁶ Puesto que supletoriamente se aplica la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, artículo 1.2 del Real Decreto 926/1998, de 14 mayo, que regula los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras.

¹⁶⁷ Así lo ha puesto de manifiesto la Consulta de 30 de marzo de 1993 de la Dirección General de Tributos.

6.4. Sumario de la tributación directa de los fondos.

En conclusión, los Fondos de Inversiones, los Fondos de Pensiones y los Fondos de Titulización son patrimonios separados susceptibles de imposición, en la terminología utilizada por el artículo 35.4 de la LGT. De aquí que aunque deberían someterse al régimen de atribución de rentas del artículo 10 LIRPF (como el régimen tributario más razonable, lógico y coherente con la finalidad de los mismos), sin embargo, la LIS nos dice, de forma expresa, que son sujetos pasivos por dicho impuesto.

Del estudio anterior observamos que, a efectos del IS:

- Determinados Fondos de Inversión Colectiva tributan al 1% y el resto al tipo general del 35%.
- Los Fondos de Titulización (hipotecaria y de activos) tributan al 35%.
- Los Fondos de Pensiones tributan al 0%.

7. NUESTRA PROPUESTA DE UN NUEVO RÉGIMEN IMPOSITIVO PARA LOS FONDOS FINANCIEROS

Atendiendo a la auténtica naturaleza de los fondos (fiducia «atrustada») y al tratamiento fiscal de figuras similares a nivel internacional¹⁶⁸, debemos reconocer la ineficiencia tributaria de nuestros vehículos financieros y su pérdida de competitividad respecto a sus homólogos extranjeros¹⁶⁹. De manera que entendemos que es necesaria en España una reforma del trato tributario de los patrimonios financieros sin personalidad jurídica al estilo de los REITs y FREITs y de algunas MBS estadounidenses.

¹⁶⁸ Vid. *supra*. Lo que hemos comentado sobre el trato fiscal de las MBS en Estados Unidos, de los nuevos REITs franceses. En el ordenamiento jurídico italiano, los Fondos de Inversión carecen de personalidad jurídica, por lo tanto no están gravados por los impuestos directos que gravan la renta (art. 11.1 de la LEGGE 14 agosto 1993, n. 344 de Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (GU n. 205 del 1-9-1993) establece que «1. I fondi di cui all'articolo 1 non sono soggetti all'imposta sul reddito delle persone fisiche, all'imposta sul reddito delle persone giuridiche e all'imposta locale sui redditi. Le ritenute operate sui redditi di capitale percepiti dai fondi sono a titolo di imposta». Tributan en base a un impuesto específico que grava el patrimonio del Fondo.

¹⁶⁹ Así, mientras que los bonos de titulización hipotecaria emitidos por los FTH representan únicamente un 5% del total de créditos hipotecarios en vigor, el número de FII y de FIM censados por la CNMV y el Banco de España es ínfimo, así como también el volumen de su emisión (vid. *infra*. datos más concretos).

A título de ejemplo, en Francia los Fondos de Inversión (*Fonds común de placement*¹⁷⁰) no tributan en el impuesto sobre sociedades francés¹⁷¹, sino que tributa la sociedad gestora del Fondo (*Sociétés d'investissements immobiliers*¹⁷²). La normativa francesa obliga a tributar por los dividendos obtenidos por esta sociedad, siempre teniendo en cuenta que hay que deducir una serie de beneficios que están exentos (*exonerés*) a efectos del pago del impuesto.

Las sociedades de inversión inmobiliaria francesas, según el artículo 208 c) del Código General de Impuestos, deben tener un capital social superior a 15 millones de euros y su finalidad principal es la adquisición o la construcción de inmuebles con la finalidad de arrendarlos¹⁷³. Estas sociedades de inversión inmobiliaria¹⁷⁴, pueden optar por la exoneración del impuesto sobre sociedades en la fracción de sus beneficios provenientes:

- Del alquiler de los inmuebles y de las plusvalías sobre la cesión a personas no vinculadas¹⁷⁵,
- De la participación en las sociedades del artículo 8 del Código General de Impuestos francés
- O de la participación en las filiales sometidas a este régimen.

Una vez expuesto todo lo anterior, observamos como toda nuestra legislación tributaria sobre fondos impide su eficiencia fiscal (*tax-efficiency*), excepto, quizás, los Fondos de Pensiones. Así, proponer la no tributación del fondo iría en contra del artículo 35.4 de la LGT que establece que los fondos tienen la consideración de sujeto pasivo pero que constituyen una unidad económica o un patrimonio separado susceptible de imposición. Además, como sujeto pasivo que es y porque obtiene rentas (son un índice de capacidad económica) tiene la obligación *ex lege* de contribuir a los gastos públicos.

¹⁷⁰ Se trata de un fondo sin personalidad jurídica formada por una copropiedad de instrumentos financieros y de depósitos (art. L214-20 del Código Monetario y Financiero francés).

¹⁷¹ Según el artículo 205 del Código General de Impuestos francés: «Il est établi un impôt sur l'ensemble des bénéfices ou revenus réalisés par les sociétés et autres personnes morales désignées à l'article 206. Cet impôt est désigné sous le nom d'impôt sur les sociétés.»

¹⁷² Artículo 206.5 e) del Código General de Impuestos francés.

¹⁷³ Y también con la participación de las personas mencionadas en los artículos 8 y 206 apartados 1 a 3 del Código General de Impuestos francés, puesto que el objeto social de estas sociedades es el mismo que el de las sociedades de inversión inmobiliaria.

¹⁷⁴ Y sus filiales, participadas en un 95% o menos, de forma directa o indirecta, durante todo el ejercicio económico, y con un objeto social idéntico.

¹⁷⁵ El artículo 39.12 del Código General de Impuestos francés establece qué son personas vinculadas de la siguiente forma: «Lorsqu'il existe des liens de dépendance entre l'entreprise concédante et l'entreprise concessionnaire, le montant des redevances prises en compte pour le calcul du résultat net imposable selon le régime mentionné au 1 de l'article 39 terdecies n'est déductible du résultat imposable de l'entreprise concessionnaire que dans le rapport existant entre le taux réduit d'imposition applicable à ce résultat net et le taux normal prévu au deuxième alinéa du I de l'article 219. Des liens de dépendance sont réputés exister entre deux entreprises:

- a. lorsque l'une détient directement ou par personne interposée la majorité du capital social de l'autre ou y exerce en fait le pouvoir de décision ;
- b. lorsqu'elles sont placées l'une et l'autre, dans les conditions définies au a, sous le contrôle d'une même tierce entreprise.»

Pero tenemos que tener en cuenta que, en su origen, todos estos fondos vehiculan los rendimientos obtenidos por los activos que posteriormente son redistribuidos entre los inversores, mientras que las SG se quedan una comisión por los servicios de organización y *servicing*. Dado que los fondos carecen de personalidad jurídica, no parece demasiado correcto aceptar que «un conjunto de cosas» se enriquezca, más cuando lo que van obteniendo lo van, a su vez, distribuyendo entre los acreedores (fondos tipo deuda) o los copropietarios (fondos tipo copropiedad). Precisamente son éstos los que obtienen un rendimiento y la SG por el *servicing* y, por lo tanto, son ellos los únicos que deberían tributar por el IS o el IRPF, según su condición. Por lo tanto, defendemos una tributación cero de todos los fondos financieros (FTA, FTA e FICF) a efectos únicamente del IS, como ya ocurre, por ejemplo, en la actual regulación de los Fondos de Pensiones, puesto que éstos tienen, como hemos visto, una similar estructura jurídico-económica con el resto de fondos fiduciarios así como beneficios para la generalidad similares ¹⁷⁶.

La finalidad última del legislador en la LIS era que los Fondos de Pensiones no tributasen. Si la LIS hubiera reconocido la sujeción expresa de los fondos de pensiones y seguidamente declarara su exención, hubiera incurrido en una contradicción ¹⁷⁷; en consecuencia, y para eludir esta situación, eligió la figura del tipo cero de gravamen como mecanismo válido para la sujeción de los fondos de pensiones al IS, de tal forma que la devolución de las retenciones se considera aplicable automáticamente sin que sea necesaria su inclusión expresa en la norma ¹⁷⁸.

Es decir, el tipo impositivo cero de los Fondos de Pensiones y de su correlativa aplicación a los Fondos de Titulización y Fondos de Pensiones, por la cual abogamos, implica: en primer lugar, la ausencia de tributación por los rendimientos obtenidos; en segundo lugar, la devolución de las retenciones practicadas; y en tercer lugar, que los impuestos pagados por los Fondos en el extranjero no les serán devueltos, puesto que únicamente se devuelven las cantidades retenidas en concepto de IS español (arts. 46 y 139 RDL 4/2004), salvo que lo dispusiera así un convenio internacional para evitar la doble imposición.

Es necesario mencionar que la utilización de la técnica de la sujeción y del posterior reconocimiento de la exención tuvo su reflejo en la legislación foral ¹⁷⁹. Por ejemplo, Navarra aprobó la Ley Foral 3/1988, de 12 de mayo, sobre Presupuestos Generales de Navarra para 1988, y en su artículo 76 establecía: «Los Fondos de Pensiones estarán sujetos y exentos del IS, teniendo derecho a la devolución de las retenciones, que se les practiquen sobre los rendimientos del capital mobiliario, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 6.º de la Ley Foral 15/1985, de 14 de junio, sobre régi-

¹⁷⁶ La primera opción sería defender la no tributación del fondo a efectos del IS, sino por la existencia de un régimen de atribución de rentas a cada uno de los partícipes. Esta opción implica cambiar la normativa del IS. En consecuencia, una segunda opción es abogar por la tributación cero.

¹⁷⁷ Véase HERRERA MOLINA, Pedro Manuel, *La exención tributaria*, ed. Colex, Madrid, 1990, pág. 272. Sería una contradicción, porque las entidades sin personalidad jurídica, como son los fondos de pensiones, son entidades recogidas en el artículo 35.4 de la LGT.

¹⁷⁸ A diferencia de si se hubiera establecido una exención, la norma tendría que haber contenido una disposición expresa sobre la devolución de las retenciones practicadas.

¹⁷⁹ En referencia al IS, únicamente recordar que los territorios forales del País Vasco y Navarra tienen su legislación propia.

men tributario de determinados activos financieros». Si bien la actual LIS de la Comunidad Foral de Navarra reconoce a los Fondos de Pensiones como sujeto pasivo del IS, les somete a un tipo de gravamen cero ¹⁸⁰.

El tipo cero en realidad no es una exención total (no significa que estos Fondos se encuentren exentos del pago del IS), pese a que se llega a una misma solución que la exención: se produce la exoneración del gravamen. La exención y el tipo de gravamen cero son dos categorías tributarias diferentes que inciden en la relación jurídica tributaria de forma muy diferente: mientras que la exención actúa sobre el hecho imponible, el tipo de gravamen cero es un elemento de cuantificación de la obligación tributaria, de tal forma que si existe una exención nunca se puede llegar a la cuantificación del tributo, porque en realidad ya no se realiza el hecho imponible originario.

Existen otras diferencias entre la exención y la tributación cero a efectos del IS. Entre otras:

- Que las entidades que tienen un tipo de gravamen cero tienen derecho a la devolución de las retenciones practicadas, mientras que las entidades que están totalmente exentas no tienen la obligación de practicar retención ¹⁸¹.
- Que las entidades que tienen un tipo de gravamen cero tienen que cumplir con sus obligaciones contables y registrales y con las obligaciones formales de realización de las liquidaciones a cuenta y la declaración-liquidación del IS, mientras que las entidades que están totalmente exentas no tienen la obligación de presentar la declaración del IS.

Además, esta tributación cero ya existe en nuestro ordenamiento jurídico. A título de ejemplo, en los impuestos especiales aparecen dos supuestos: en el Impuesto sobre el Vino y Bebidas Fermentadas, en el cual se establece un tipo impositivo cero sin hacer distinciones entre los vinos y las demás bebidas fermentadas ni, dentro de cada una de estas categorías, entre espumosas y tranquilas, con lo cual el establecimiento del tributo es meramente instrumental con objeto de posibilitar la utilización por los productores de vino y demás bebidas fermentadas del sistema intracomunitario de circulación (Exposición de motivos de la Ley 38/1992, de 28 diciembre, reguladora de los Impuestos Especiales, y arts. 26.1 y 30 ¹⁸²). Y en el Impuesto especial sobre Determinados medios de Transporte [art. 70.1 c) de la Ley 38/1992, de 28 diciembre, reguladora de los Impuestos Especiales] establece que el tipo impositivo a aplicar en Ceuta y Melilla es cero; en este caso la justificación radica en las especialidades del régimen fiscal aplicable en estos dos territorios.

¹⁸⁰ Artículos 11.1 c) y 50.7 de la Ley Foral de Navarra 24/1996, de 30 diciembre (BOE 30 de enero de 1997, núm. 26, pág. 2.897). En el mismo sentido se pronuncian las normas forales del País Vasco: de Álava 24/1996, de 5 de julio, de Guipúzcoa 7/1996, de 4 de julio, y de Vizcaya 3/1996, de 26 de junio.

¹⁸¹ Y como único problema es que en el Fondo de Pensiones las retenciones son devueltas con posterioridad, una vez liquidado el IS. Muchas de las inversiones que realiza canalizando los activos financieros que generan los rendimientos de capital mobiliario, así como las ganancias patrimoniales que obtenga derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones y participaciones de las IIC están sujetos a una retención del 15%. Es decir, se produce un retraso en la devolución que implica un perjuicio financiero para la entidad. Situación que no existe en las entidades totalmente exentas a efectos del IS, en las cuales no existe la obligación de retener ni de ingresar a cuenta.

¹⁸² BOE 29 de diciembre de 1992, núm. 312, pág. 44.305.

Otro ejemplo lo encontramos en el IAE. En el RDL 1175/1982, de 28 de septiembre ¹⁸³, que aprueba las tarifas y la instrucción del IAE:

- En primer lugar, el Grupo 508 de la Sección 1.ª sobre agrupaciones y uniones temporales de empresas establece que éstas «se darán de alta en la matrícula del impuesto por este grupo, sin pago de cuota alguna. Lo anterior se entiende sin perjuicio de la tributación que corresponda a las empresas integrantes de la Agrupación o Unión de que se trate.» De esta forma no tributan a efectos el IAE, porque si no existiría una doble tributación.
- Un segundo supuesto es el Grupo 646 de la Sección 1.ª de Comercio al por menor de labores de tabaco y artículos de fumador; en las «notas comunes» se establece que «quienes no estando matriculados en este Grupo expidan sellos de correos y efectos timbrados, tributarán por esta actividad en régimen de cuota cero». La justificación de este tipo impositivo se basa en que el rendimiento económico obtenido en estos casos es mínimo.
- Un tercer supuesto es el Grupo 665 de la Sección 1.ª sobre comercio al por menor por correo o por catálogo de productos diversos. La nota 2.ª manifiesta que «Quienes colaboren con el sujeto pasivo de la actividad de venta por catálogo, mediante la prestación de sus locales abiertos al público, recibiendo pedidos, entregando mercancías, devolviendo mercancías, recibiendo el precio de los productos o exhibiendo muestrarios de éstos, así como los catálogos, tributarán por este Grupo satisfaciendo el 25 por 100 de la cuota correspondiente. Si el importe de tal tributación fuera inferior a 6.000 pesetas, el sujeto pasivo tributará por cuota cero». La justificación vuelve a ser el escaso rendimiento económico obtenido.
- Finalmente está la Agrupación 86 de la Sección 1ª sobre el alquiler de bienes inmuebles. Se prevé que si «Los sujetos pasivos cuyas cuotas por esta actividad sean inferiores a 100.000 pesetas tributarán por cuota cero». Siendo el escaso beneficio la justificación del mismo.

Es decir, se propugna que la tributación de los beneficios que obtengan los patrimonios financieros sin personalidad tengan el tipo de gravamen cero a efectos del IS, como el más acorde con el derecho comparado, con la finalidad de estos instrumentos (promover el ahorro y la inversión colectivas y la promoción inmobiliaria) y para favorecer su competencia internacional. A efectos de los demás impuestos, tales como el IBI, ITPAJD, IVA, Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana, etc., se defiende mantener su tributación: siempre que exista el hecho imponible se deberá tributar por el impuesto, porque en este caso se trata de una persona que opera en el tráfico jurídico, a pesar de no tener personalidad jurídica. Todos ellos son relativos a la constitución o negociación de los activos del fondo pero no relativos al fondo en sí.

Esta posibilidad también la recoge la nueva LGT, en su artículo 55.3 establece que la ley podrá prever la aplicación de un tipo cero, así como de tipos reducidos o bonificados. Entendemos que debería aplicarse este supuesto a los fondos objeto de este estudio en base a su auténtica naturaleza jurídica, al derecho comparado y a la razón de su existencia y funcionamiento: tienen como principal objetivo dinamizar el desarrollo inmobiliario (motor esencial de la economía) tanto el de los

¹⁸³ BOE 29 de septiembre de 1990, núm. 234, pág. 28.318.

inmuebles en propiedad (más eficiente refinanciación hipotecaria) como los dados en arrendamiento (los FII), así como también posibilitan el acceso de los pequeños ahorradores al mercado de capitales sin necesidad de intermediarios (FIM) ¹⁸⁴.

Además, el beneficio social que otorgan los Fondos de Titulización y de Inversiones es equiparable al beneficio social que provocan los Fondos de Pensiones, y si éstos tienen un tipo de gravamen cero a efectos del IS, los otros también deberían tenerlo atendiendo a su finalidad.

Este cambio por el cual nos decantamos no atenta contra nuestro ordenamiento jurídico, puesto que el artículo 35.4 de la LGT únicamente permite al legislador que configure a las entidades sin personalidad jurídica como sujetos pasivos de los tributos, pero no obliga a ello. Y es más, nuestra opinión está apoyada por las nuevas leyes, ya sea sobre los Fondos de Pensiones, ya sea la nueva Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de institución de inversión colectiva, ya sea la nueva LGT. La tendencia, pues, parece ser la que nosotros apuntamos, aunque todavía no se ha concretado para los FTH, los FTA y los Fondos de Inversión.

8. CONCLUSIÓN FINAL

A lo largo de este trabajo hemos expuesto los dos elementos esenciales que perjudican la eficiencia de nuestros vehículos financieros sin personalidad de naturaleza fiduciaria: su débil e inseguro marco jurídico-legal basado en «fiducias» no reconocidas por nuestro derecho y su deficiente sistema impositivo que afecta a su competitividad internacional y que no facilita la atracción del capital extranjero.

Así, nuestros sistemas de dinamización del crédito territorial o de la inversión colectiva en valores mobiliarios no es, hoy por hoy, eficiente ni jurídica (se desconoce cuál es su verdadera naturaleza jurídica) ni, en ocasiones, económicamente, siendo el caso más evidente el de los IIC. Actualmente, está registrada en la CNMV una sola SII ¹⁸⁵, aunque exista otra en activo ¹⁸⁶ y sólo constan registrados cinco FII ¹⁸⁷ que representan únicamente un 1% del patrimonio invertido en el total de IIC. La doctrina económica achaca este escaso éxito de las IICI a la estricta regulación que los gobierna ¹⁸⁸.

¹⁸⁴ Naturalmente entendemos que podría ser necesario el establecimiento de una «cláusula/tasa de salida» al estilo francés para aquellos fondos que desearan beneficiarse del mejor tratamiento fiscal, para compensar así las pérdidas en ingresos que podrían experimentar las arcas públicas.

¹⁸⁵ Nos referimos a Promociones Liadero, SII, SA (fecha de registro 11-12-2002), creada por el BSCH. Fecha de consulta CNMV 23-10-2003 (www.cnmv.es).

¹⁸⁶ Es el caso de Vallehermoso Patrimonio, SII, dependiente de la inmobiliaria Vallehermoso (www.vallehermoso.es).

¹⁸⁷ Que son: Agrupación Fondo Inmobiliario, FII (fecha registro CNMV 7-3-2003); BBVA Propiedad, FII (fecha registro CNMV 21-2-1995); Madrid Patrimonio Inmobiliario, FII (fecha registro CNMV 14-3-2003); Santander Central Hispano Banif Inmobiliario, FII (fecha registro CNMV 21-2-1995); y Segurfondo Inversión, FII (fecha registro CNMV 21-2-1995). Fecha consulta CNMV 23-10-2003 (www.cnmv.es).

¹⁸⁸ RODRIGO BARGUES, Eva, *La inversión indirecta en inmuebles a través de fondos de inversión inmobiliaria*, Trabajo de Investigación del Programa de Doctorado en Finanzas Cuantitativas (www.uv.es/qf), 2003 (el texto se encuentra en <http://etpx22.bs.ehu.es/>), pág. 5, y LÓPEZ PENABAD, Celia y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, Loreto, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria: nuevas posibilidades de desarrollo», *Actualidad Financiera*, año IV, núm. 10, octubre 1999, pág. 51.

Creemos, por una parte, que la potenciación de los FICF en España debe pasar necesariamente por la utilización de vehículos financieros similares a los REITs con la cobertura legal de una fiducia debidamente adaptada a las necesidades financieras y con un tratamiento tributario similar a éstos. Por otra parte, esa misma fiducia financiera plurifuncional podría adaptarse para dar cobertura a los existentes (y crear nuevas estructuras de) Fondos de Titulización Hipotecaria y de Activos, para poder admitir estructuras como las *pass-throughs* estadounidenses y las CMOs (hoy no posibles en nuestro contexto jurídico) que pudiesen beneficiarse también de un tratamiento tributario acorde con su finalidad: la dinamización del mercado hipotecario y, en consecuencia, del inmobiliario, así como a la financiación de proyectos empresariales en mejores condiciones.

Bajo estas dos reformas (fiducia y rebaja de tributación a nivel de entidad) podría generalizarse la utilización de estos instrumentos para la consecución de proyectos de iniciativa privada y políticas públicas (ej. de promoción de la vivienda en alquiler), dado que este mejor tratamiento (jurídico-privado y fiscal) comportaría mayor atracción de inversores institucionales (nacionales y extranjeros) y de inversores y ahorradores particulares.

Abogamos por el deseo de impulsar un cambio normativo específico en la tributación de estos patrimonios sin personalidad jurídica, para obtener los efectos económicos más favorables, considerando más adecuada la tributación tipo cero, juntamente con, en su caso, una «cláusula o tasa de salida» para compensar las pérdidas por ingresos al Estado.

Un régimen tributario favorable de los patrimonios que no tienen personalidad jurídica constituye el pilar fundamental sobre el que cual se asienta la creación y el desarrollo de estas instituciones que tan favorables podrían resultar, y no resultan, para la colectividad: ahorro, inversión, financiación y promoción.

BIBLIOGRAFÍA

Además de la bibliografía referenciada en las notas a pie de página, los autores han consultado:

MARCOS CARDONA, Marta, *Tributación de los planes y fondos de pensiones*, ed. Universidad de Murcia, Murcia, 2003.

LA DEPRECIACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO FINANCIERO Y SU INCIDENCIA EN LA DEDUCCIÓN POR DOBLE IMPOSICIÓN INTERNA DE DIVIDENDOS

Núm.
77/2004

TRIBUTACIÓN

ROCÍO REYERO FOLGADO

Abogada. Socia de Ernst & Young Abogados

ADRIANA OJEDA GARCÍA

Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales. Asociada de Ernst & Young Abogados

Extracto:

El propósito del presente análisis es considerar la aplicabilidad de la deducción por doble imposición de dividendos cuando su distribución provoca una depreciación de la participación derivada de la amortización del fondo de comercio financiero inherente en la adquisición de la citada participación. En particular, el problema técnico objeto de análisis se plantea en aquellos supuestos en los que el fondo de comercio financiero se ha originado en una previa transmisión que no ha quedado sujeta a gravamen en España.

En opinión de las autoras, la literalidad del artículo 30 del Real Decreto Legislativo 4/2004, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, LIS), ampara una interpretación favorable a la aplicación de la limitación a la deducción por doble imposición interna de dividendos establecida por la letra e) del apartado 4 del citado artículo cuando la sociedad que percibe dichos dividendos haya dotado una provisión por depreciación de cartera derivada de la amortización de un fondo de comercio financiero, aun cuando dicha provisión no haya sido fiscalmente deducible.

Ahora bien, su análisis pone de relieve que esta interpretación conduce en algunos casos a situaciones de doble imposición. Por otro lado, una interpretación contraria daría lugar a supuestos de desimposición en determinadas ocasiones.

La conclusión es que este problema no está resuelto por la normativa del IS de forma técnicamente correcta. La solución más apropiada hubiera sido optar por el modelo del artículo 21 de la LIS (doble imposición internacional) que, a diferencia del artículo 30.4.e) de la LIS, no limita la aplicación del crédito fiscal (exención) sobre los dividendos sino que limita la deducibilidad de la depreciación de la participación hasta el importe de los dividendos que hayan quedado exentos.