

SERGIO NASARRE AZNAR

*Doctor Europeo en Derecho y Máster en Economía Inmobiliaria por la Universidad de Cambridge
Profesor Lector de Derecho Civil en la Universidad Rovira i Virgili de Tarragona
Magistrado Suplente de la Audiencia Provincial de Tarragona*



S. Nasarre Aznar

Este trabajo ha sido seleccionado y ha obtenido el **1.º Premio Estudios Financieros 2004** en la Modalidad de **DERECHO CIVIL Y MERCANTIL**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Javier O'CALLAGHAN MUÑOZ, doña Carmen ALONSO LEDESMA, don José Carlos GONZÁLEZ VÁZQUEZ, doña Juana PULGAR EZQUERRA, doña Matilde VICENTE DÍAZ y don Jorge VIERA GONZÁLEZ.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

Extracto:

LA entrada en vigor de la Ley Concursal (LC) en septiembre de 2004 supone una alteración en el comportamiento concursal tanto de cédulas hipotecarias como de cédulas territoriales. Su situación pre-LC puede resumirse como de insuficiente y poco clara. Por una parte, si bien la garantía de las cédulas hipotecarias aparece en los artículos 12 y 14 de la Ley del Mercado Hipotecario de 1981, su aplicación en caso de concurso resulta difusa, tal y como advierten las agencias de **rating**, las cuales sólo valoran positivamente su sobrecobertura tanto legal como de hecho, es decir, que existan muchos más créditos hipotecarios afectos al pago de estos valores que los necesarios. Con la LC, aunque se establece por primera vez un régimen expreso de comportamiento concursal para ellas, persiste el problema de la naturaleza jurídica de su garantía, además de atribuirles una doble naturaleza como créditos concursales y como créditos contra la masa, complicando su régimen. Por su parte, las **novedosas** (desde 2002, pero realmente existentes desde 1885) cédulas territo-

.../...

.../...

riales vienen escasamente reguladas en la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero de 2002 y tras la LC, aunque por primera vez se dotan de preferencias concursales, no se aclara la duplicidad de instituciones con las obligaciones especiales del Código de Comercio (CCom.) ni tampoco se protege su denominación. Todo ello deja a nuestros valores refinanciadores tipo deuda de hipotecas y de créditos a los entes públicos, respectivamente, en una situación mejor que la anterior a la LC pero aún insuficiente y, desde luego, aún a distancia de sus homólogos europeos.

Sumario:

1. La realidad jurídico-económica actual de las cédulas hipotecarias y de las cédulas territoriales.
2. Naturaleza jurídica de la garantía de las cédulas hipotecarias y de las cédulas territoriales.
3. Situación concursal de las cédulas hipotecarias antes de la entrada en vigor de la LC en base a la LMH, el CC y el CCom.
4. La situación concursal de las cédulas territoriales sin la LC.
5. Las cédulas hipotecarias y las cédulas territoriales en la LC.
 - 5.1. Esclarecimiento de la nueva situación concursal de las cédulas hipotecarias.
 - 5.1.1. Mejoras de la LC y planteamiento de problemáticas.
 - 5.1.2. Comparativa del tratamiento de las cédulas hipotecarias en la LMH y en la LC con el de las *Hypothekenspfandbriefe* alemanas en caso de concurso de la entidad emisora.
 - 5.1.3. Tratamiento de la nueva problemática concursal de las cédulas hipotecarias en caso de liquidación de la entidad emisora.
 - 5.2. Las cédulas territoriales en la LC.
6. Reflexiones finales y conclusiones.

Bibliografía.

1. LA REALIDAD JURÍDICO-ECONÓMICA ACTUAL DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS Y DE LAS CÉDULAS TERRITORIALES

Por Ley 22/2003, de 9 de julio ¹, se aprobó la nueva Ley Concursal (LC). Lo cierto es que, coincidiendo con su exposición de motivos, la reforma concursal era necesaria para todos los ámbitos del derecho, tanto civil como mercantil, y ello es especialmente aplicable a las cédulas hipotecarias y territoriales ².

Precisamente, la cuestión que nos ocupa ahora es cómo ha quedado reflejada en la nueva LC la protección de estos dos valores en caso de concurso de la entidad que los emite, especialmente en caso de liquidación de la misma. Aunque ya nos hemos pronunciado en otras ocasiones sobre el comportamiento de las cédulas hipotecarias (y de los bonos hipotecarios ³) y de las cédulas territoriales ⁴ en una situación de crisis de la entidad emisora antes de la LC, haremos aquí un resumen para poder así ver las novedades que aporta dicha ley.

Lo que sí es importante tener en cuenta desde el principio, es que tanto las cédulas hipotecarias como las territoriales representan deuda contra la entidad que las emite. Su principal objetivo es la refinanciación de los créditos hipotecarios y de los créditos concedidos por las entidades de crédito a las entidades públicas, respectivamente. En este objetivo coinciden con los bonos de titulización hipotecaria (emitidos sobre un *pool* de participaciones hipotecarias) y con los bonos de titulización de activos (emitidos sobre un *pool* de créditos de diferente naturaleza que los hipotecarios), pero éstos no representan deuda contra la entidad generadora de los créditos hipotecarios

¹ BOE núm. 164, de 10 de julio de 2003.

² También para los bonos hipotecarios, cuyo comportamiento concursal aparece igualmente en la LC. Aunque la naturaleza jurídica de su garantía sea diferente que la de las cédulas, la protección en caso de concurso está equiparada completamente a la de las cédulas (disp. final 19.ª 1 LC). Y dada su prácticamente nula importancia económica, las causas de la cual pueden verse en NASARRE AZNAR, Sergio, *La garantía de los valores hipotecarios*, Madrid, 2003, Ed. Marcial Pons, págs. 600 a 602, no haremos a ellos más que puntual referencia.

³ Véase NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 583 a 585 (para las cédulas) y págs. 641 a 678 (para los bonos). También nos pronunciamos ahí sobre el comportamiento de otros valores hipotecarios, como las participaciones hipotecarias y los bonos de titulización hipotecaria.

⁴ 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, 2003, pág. 310.

de cobertura ⁵: los valores fruto de un proceso de titulización representan un derecho de crédito sólo contra el fondo que en cada caso los emite, el cual queda, en cierto modo, personificado (art. 1.911 del CC) ⁶. La entidad que ha generado los créditos titulizados los ha enajenado al *pool* (liberándose del riesgo –un 50% los hipotecarios que puede aumentar en los no garantizados hasta un 100%– y pasándolo a los inversores en bonos de titulización) y, en cualquier caso, solamente podrá tener cierta responsabilidad subsidiaria en base al artículo 1.111 del CC ⁷. No obstante, en caso de concurso de la entidad originadora de los créditos (hipotecarios) de cobertura, el último párrafo del artículo 15 de la Ley del Mercado Hipotecario (LMH) ⁸ es claro: los titulares de los bonos de titulización no se verán afectados por la quiebra (se entiende concurso) de la entidad generadora de los créditos titulizados ⁹.

Pero éste no es el caso de las cédulas hipotecarias (y bonos hipotecarios) y de las territoriales, cuya supervivencia depende, en principio, del saneado estado de la entidad que las emite; y sobre este punto incide, por primera vez ¹⁰, la LC. La importancia de una buena garantía para estos valores es esencial. A una mayor garantía y a un mejor comportamiento concursal, una mayor aceptación de estos valores por parte de los inversores institucionales internacionales, lo que comporta una mejor refinanciación de los créditos hipotecarios (residenciales o comerciales) concedidos por las entidades de crédito que las emiten, las cuales, al poder conseguir el capital de forma más segura y continua que los depósitos a la vista (las cédulas provocan una entrada de capital y posibilitan prever los flujos de salida atendiendo a las fechas de vencimiento de los valores y a las fechas de devengo de intereses) y más rentablemente (el tipo de interés que se paga a los cedulistas siempre es inferior al que pagan los deudores de los créditos de cobertura y, naturalmente, es menor que el de los préstamos interbancarios) pueden mejorar las condiciones de sus créditos hipotecarios y reducir su tipo de interés, de lo que los necesitados de crédito salen beneficiados. Con ello, las entidades de crédito hacen a sus créditos hipotecarios y a sus créditos a los entes públicos más competitivos.

Aunque el concurso de una entidad de crédito emisora de cédulas pueda parecer algo remoto e, incluso, sólo una hipótesis teórica ¹¹, el riesgo (entendido como grado de posibilidad) de insolvencia de una entidad emisora de cédulas es un argumento de mucho peso para los informes de los

⁵ Con esta expresión («créditos hipotecarios de cobertura», «masa de cobertura» o *Deckungsmasse*) nos referimos a los créditos, hipotecarios o a los entes públicos, destinados a garantizar y cubrir la emisión de valores hipotecarios y de cédulas territoriales respectivamente, no sólo cuando se emiten sino también durante toda su vida y, especialmente, en la ejecución por impago o riesgo de impago de los mismos (liquidación en concurso).

⁶ Véase NASARRE AZNAR, Sergio y RIVAS NIETO, Estela, *Patrimonios financieros sin personalidad. Naturaleza jurídica y régimen tributario*, en prensa. Más breve, NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 923 y 933.

⁷ NASARRE AZNAR, *La garantía...*, pág. 934.

⁸ Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario (BOE de 14 y 15 de abril de 1981, núms. 89 y 90); desarrollada por el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, Reglamento del Mercado Hipotecario (BOE de 7 de abril 1982, núm. 83) (RMH).

⁹ Sobre la situación de crisis del *pool* ver NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 914 a 944.

¹⁰ Ni en la LMH (para las cédulas hipotecarias) ni en la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, BOE 281, pág. 41273, LMRSF) (para las cédulas territoriales) se preveía un régimen específico para el caso de supuesto de la entidad que las emite, debiendo recurrir a complicadas remisiones al CCom. (*vid. infra*).

¹¹ Pensemos que desde el siglo XVIII ninguna cédula hipotecaria ha sido impagada en Alemania a causa del concurso de una entidad de crédito. Tampoco en España se conoce una cédula hipotecaria impagada por el Banco Hipotecario desde 1872 por ese motivo ni por otra entidad de crédito desde la LMH de 1981. No obstante, debemos recordar las contem-

.../...

valores que efectúan las sociedades de *rating*, cuya decisión influye sobremanera en los inversores y deciden, en gran medida, el éxito o el fracaso de una emisión ¹².

Ambos valores tienen una tradición jurídica diferente en nuestro país. Mientras que las cédulas hipotecarias existen desde 1869, las cédulas territoriales solamente desde 2002 aunque ya estaban regulados en nuestro ordenamiento (y siguen estándolo) unos valores equivalentes que desarrollan su misma función: las obligaciones especiales del artículo 206.2 del CCom. ¹³. La función jurídico-económica y la naturaleza jurídica de ambos tipos de cédulas (hipotecarias y territoriales) es similar.

Para comprender el porqué de la necesidad de proteger a las cédulas (ambos tipos) en caso de concurso de la entidad que las emite, haremos una concisa referencia a su importancia económica.

Las *cédulas hipotecarias* es el primer mercado europeo de obligaciones por volumen de negocio ¹⁴ y son emitidas, en sus diversas modalidades, en todos los países europeos excepto en el Reino Unido ¹⁵. Las cédulas hipotecarias alemanas, las *Hypothekenzinsbriefe*, son el mecanismo básico de refinanciación de hipotecas de los bancos hipotecarios alemanes (§ 1 *Hypothekbankgesetz*, HBG ¹⁶) y su regulación en aquel país se remonta al siglo XVIII ¹⁷. Su legislación actual y la proyectada para 2004 les atribuyen fuertes garantías y máxima protección para los cedulistas en caso de quiebra de la entidad emisora. Ello debería servir de ejemplo para nuestros valores.

.../...

poráneas crisis bancarias españolas, personificadas en las insolvencias y/o intervenciones del Banco de España sobre Banesto y la más reciente de Eurobank. Este riesgo puede aumentarse por la creciente presencia en el mercado de entidades de crédito no tomadoras de depósitos pero concesionarias de préstamos hipotecarios, como son las entidades de crédito *on-line*.

- ¹² Aunque puede ser discutible el rol que las agencias de *rating* deben desempeñar en el «control de calidad» de los valores hipotecarios y cédulas territoriales (lo criticamos en NASARRE AZNAR, *Mortgage securitisation...*, pág. 39), el hecho es que los inversores institucionales confían en las opiniones financieras que emiten las tres grandes compañías privadas de *rating* que operan en exclusiva y amparados expresamente por la ley en Estados Unidos: Moody's (www.moody.com), Standard & Poor's (www.standardandpoors.com) y Fitch (www.fitchratings.com) y que han extendido sus operaciones a nivel mundial.
- ¹³ Una comparativa entre las obligaciones especiales y las cédulas territoriales del Anteproyecto de Ley Concursal puede verse en NASARRE AZNAR, «El Anteproyecto...», págs. 308 a 310.
- ¹⁴ El volumen total de cédulas hipotecarias y territoriales en circulación es de 1.497 miles de millones de euros en Europa (574,5 mil millones de euros de cédulas hipotecarias y 922,5 mil millones de euros de cédulas territoriales) (fuente: STÖCKER, Otmar, *Development of Legislation on Covered Bonds in Europe*, 7th Central European Covered Bond Conference, Berlín, 13-14 octubre 2003, pág. 2).
- ¹⁵ Aunque últimamente ha surgido un interés en ese país respecto a la utilización de las cédulas hipotecarias, a las que empiezan a reconocer como un valor útil para desarrollar el crédito territorial. Como ejemplo, la entidad de crédito inglesa HBOS (Halifax) anunció en junio de 2003 la emisión de unos valores similares, en su filosofía, a las cédulas hipotecarias: los *mortgage-covered bonds*, los cuales, sin embargo, no gozan de las ventajas económicas de las cédulas (ponderan un 20% de riesgo en lugar del 10% de las cédulas que cumplen la Directiva OICVM) al carecer de cobertura legal y por tener, al menos en la primera emisión, poca liquidez (producto poco estandarizado). Proponemos razones para la introducción de las cédulas hipotecarias en el ordenamiento jurídico inglés en NASARRE AZNAR, Sergio, *Securitisation and mortgage bonds. Legal aspects and harmonisation in Europe*, Saffron Walden, 2004, Gostick Hall, en prensa.
- ¹⁶ *Hypothekbankgesetz* de 13 de julio de 1899, RGBI I S.375. La última reforma hasta el momento ha sido en 2002 mediante la *Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht Gesetz* de 22 de abril de 2002, BGBl. I, 2002, S. 1310. Está prevista una reforma del comportamiento concursal de los bancos hipotecarios alemanes para 2004, con tal de adaptar sus criterios a las exigencias de las agencias de *rating*. La comentamos *infra*.
- ¹⁷ Para la completa historia de las cédulas en Europa y en España, véase NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 323 a 335.

Pero como venimos diciendo ¹⁸, la garantía de nuestras cédulas hipotecarias no está hoy a la altura de la garantía de sus homólogos en otros países, los cuales han ido reformando sus legislaciones para conseguir:

- a) Que el conjunto de créditos hipotecarios que las garantizan (en nuestro caso, todas las del emisor que cumplan determinados requisitos señalados en el art. 5 LMH, según el art. 12 LMH) lo hagan en exclusiva para estos valores.
- b) Que exista un fiduciario que se encargue de la supervisión de la gestión que haga la entidad emisora de las hipotecas de cobertura, y
- c) Que se garantice la supervivencia de toda la emisión más allá de el concurso o la liquidación de la entidad emisora (por la adquisición de toda la operación de créditos y cédulas hipotecarias por otra entidad de crédito que se comprometa a continuar el negocio). Así lo empezó haciendo Luxemburgo (1997) ¹⁹ y le siguió Alemania (1998), Francia (1999) ²⁰ e Irlanda (2001) ²¹. Bien al contrario, nuestras cédulas resultan, hoy por hoy, vencidas y pagaderas en caso de quiebra del emisor (art. 883.1 CCom.) y su situación concursal debe explicarse atendiendo a la relación entre el artículo 208.1 del CCom. y los artículos 914.2 y 913.2 del CCom., ya que resultaba más ventajoso que acudir a la relación del artículo 14 de la LMH con el artículo 913.3 del CCom. La reforma del tratamiento concursal de las cédulas en la LC las aproxima al panorama europeo.

De hecho, el único aspecto que las agencias de *rating* siempre han apreciado de nuestras cédulas es su *overcollateralisation*, es decir, la existencia de muchas más hipotecas que las necesarias para responder por su pago (un mínimo del 111,11%, según el art. 16 LMH y el hecho de que todas las hipotecas de la entidad emisora respondan por cada una de las cédulas indiferenciadamente, art. 12 LMH), lo que, en cualquier caso, no es suficiente si no existe una especial protección en caso de concurso de la entidad emisora ²². La debilidad de su garantía podría ser una de las

¹⁸ NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 585 a 589.

¹⁹ Ley sobre bancos de emisión de títulos de crédito (*Pfandbriefemissionsbanken*) de 23 de octubre de 1997, que modificó a la Ley sobre el Sector Financiero de 5 de abril de 1993.

²⁰ Ley núm. 99-532, de 25 de junio, *Journal Officiel de la République Française* de 29 de junio de 1999.

²¹ Ley irlandesa 47/2001, *Asset Covered Securities Act*.

²² En este sentido, ver los análisis que hacen las tres grandes agencias de *rating*. STANDARD AND POOR'S en *Research: Spanish cédulas hipotecarias fail to take off*, 22 de febrero de 2001, www.standardandpoors.com, pág. 1, considera que la poca acogida de las cédulas hipotecarias españolas a nivel internacional es debido a sus carencias concursales, definiéndolo con las siguientes palabras: «The unenthusiastic welcome received by cédulas hipotecarias in the international arena can be largely attributed to the fact that, in the search for highly creditworthy instruments, investors' demands for a degree of transparency and instrument characteristics closely resembling those of the successful German Pfandbriefe have not been met. Uncertainties regarding provisions in the Spanish legal framework for post-insolvency workout and the lack of any explicit mechanisms in the law to ensure timely payment in the event of issuer insolvency are key features differentiating the creditworthiness of cédulas hipotecarias from that of other European mortgage bonds». Por su parte, MOODY'S en *Spanish cédulas hipotecarias. Rating methodology*, abril 1999, www.moody's.com, págs. 4 y 5, destaca diversos problemas de estos valores, entre los que está su flaqueza concursal.

causas para su poco uso en España por parte de las entidades de crédito ²³ y de su relativa importancia en Europa ²⁴, a gran distancia de Alemania o Dinamarca, que son los máximos emisores de cédulas hipotecarias ²⁵.

Por su parte, la importancia económica de las *cédulas territoriales* en España aún está por ver. No obstante, resulta sorprendente que desde 1885 existieran en el CCom. unos valores que desarrollasen similares funciones a las cédulas territoriales: las obligaciones especiales (art. 206.2 CCom.), y que éstas no hayan sido utilizadas (al menos en los últimos años, atendiendo a las emisiones sometidas a la CNMV) por las entidades de crédito para refinanciar los créditos a los entes públicos presentes en su activo. También nos sorprende que estos valores sigan existiendo después de la aparición de las cédulas territoriales en la Ley 44/2002 (LMRSF) y que, al menos hasta que entre en vigor la LC, tengan mejor garantía que éstas ²⁶.

En cualquier caso, su primera emisión (efectuada por por el Banco de Crédito Local y registrada en la CNMV el 27 de marzo de 2003) resultó problemática debido, precisamente, a lo oscuro de su garantía y a su débil comportamiento en caso de quiebra de la entidad emisora ²⁷. No obstante, su potencial económico es importante si atendemos al comportamiento en el mercado de sus homólogos en Alemania: las *Kommunalschuldverschreibungen* ²⁸.

El ámbito del presente estudio lo marca la nueva situación concursal de las cédulas hipotecarias y de las cédulas territoriales, especialmente en caso de liquidación de la entidad emisora (arts. 142 y ss. LC). Reiteramos que aunque también queda alterada por la LC la situación concur-

²³ Atendiendo a la frase de D. Raimundo POVEDA ALARCÓN (Banco de España), *El Mercado hipotecario español: desarrollos actuales*, 1997, www.ahe.es respecto a las cédulas hipotecarias: «La falta de atractivo de esos títulos puede deberse a la propia configuración de su garantía».

²⁴ Las cédulas hipotecarias españolas representan un 4,4% del mercado europeo de estos valores (Fuente: STÖCKER, *Development of...*, pág. 7).

²⁵ Las *Hypothekenspfandbriefe* alemanas representan un 36,3% del total de cédulas hipotecarias europeas, mientras que las *Realkreditobligationen* danesas representan un 33,3% (Fuente: STÖCKER, *Development of...*, pág. 7).

²⁶ Durante la tramitación de la LC hasta mayo de 2003 no se contemplaba ninguna mejora del comportamiento concursal de las cédulas territoriales (NASARRE AZNAR, «El anteproyecto...», pág. 310).

²⁷ La polémica puede comprobarse en la prensa económica alemana (*Börsen Zeitung* de 26 de marzo de 2003) y en la británica (*International Financing Review* de 8 de abril de 2003, pág. 26). La cuestión era si la débil protección de las cédulas territoriales en los supuestos de quiebra de la entidad emisora es suficiente para otorgarle el beneficio de la ponderación de riesgo del 10% que se les da a los valores que cumplen con determinados requisitos establecidos en la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). La emisión inaugural, amenazada por toda la polémica (y también a las próximas por la naturaleza del problema), necesitó un respaldo expreso del Banco de España que fue seguido por diversos bancos centrales europeos, entre ellos el alemán. Con una mejor regulación de las cédulas territoriales se hubiesen evitado problemas. Véanse las debilidades de su regulación en STÜRNER, Rolf y STADLER, Astrid, *Ergänzende Stellungnahme zum Gutachten «Pfandbriefe und Beleihung in Spanien»*. *Konkursvorrrecht für Kommunalobligationen und Behandlung von cédulas territoriales*, Verband Deutscher Hypothekenbanken, enero 2003 y en NASARRE AZNAR, «El anteproyecto...», pág. 312.

²⁸ Un comentario de las cuales puede encontrarse en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 73 a 75. Las *Kommunalschuldverschreibungen* alemanas representan un 95,3% del mercado europeo de cédulas garantizadas con créditos concedidos a los entes públicos (Fuente: STÖCKER, *Development of...*, pág. 7).

sal de los bonos hipotecarios, su insignificancia en la práctica ²⁹ no merece una atención especial diferenciada; sólo serán tratados en relación a las cédulas, ya que se les atribuye en la LC el mismo régimen aunque la naturaleza jurídica de su garantía sea diferente. Además, queremos destacar la ausencia en la LC de los derechos concursales que amparan a las cédulas de crédito naval (arts. adicionales 1 y 2 Ley de 21 de agosto de 1893, de Hipoteca Naval), cuya escasa regulación ³⁰ ya habíamos estudiado y dado coherencia ³¹. Esta ausencia provoca que a las cédulas de crédito naval no se les reconozca privilegio alguno (art. 89.2 LC), a pesar de que, dada su naturaleza y su previsión legal análogas a las de las cédulas hipotecarias, les correspondería, a nuestro juicio, un trato similar a éstas. Naturalmente, el que la LC haya continuado sin reconocer privilegio alguno para estos valores ahondará aún más en su escasa utilización para refinanciar hipotecas navales, lo que no permitirá un funcionamiento óptimo de éstas.

2. NATURALEZA JURÍDICA DE LA GARANTÍA DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS Y DE LAS CÉDULAS TERRITORIALES

Sin ánimo de extendernos en esta cuestión ³², sí que esgrimiremos los trazos básicos que caracterizan a la garantía de las cédulas hipotecarias y de las de cédulas territoriales. Naturalmente, es necesario saber de qué tipo es la garantía legalmente prevista de estos valores para merecer posteriormente una protección concursal especial.

- a) *Cédulas hipotecarias*. A pesar de que literalmente el artículo 12 de la LMH establezca que la garantía de las cédulas es una subhipoteca legal, general y tácita, que recae sobre todos los créditos hipotecarios que tenga su favor la entidad emisora, ni puede funcionar como tal ni es jurídicamente convincente. Entendemos que estamos ante una afección no real (carece de reipersecutoriedad) de carácter preferente y especial (ya que no recae sobre todo el patrimonio de la entidad emisora sino sobre los créditos hipotecarios de ésta que reúnan determinados requisitos), cuyo rango viene determinado, hasta la entrada en vigor de la LC, por la LMH y por el CCom. ³³

En cambio, los *bonos hipotecarios*, aunque la mayor parte de la doctrina se haya pronunciado a favor de considerar que están garantizados con una subhipoteca, dada la constancia registral mediante nota al margen de las hipotecas especialmente afectas a su pago (art. 13 LMH), nuestra opinión es que se trata de una afección de carácter real (con reiper-

²⁹ Una sola emisión en 1985 por la Caja Postal desde 1981 y son completamente desconocidos en el ámbito internacional. Los motivos para su fracaso pueden verse en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 600 a 602.

³⁰ Que contrasta con la pormenorizada de sus homólogas alemanas, las *Schiffspfandbriefe* (comentadas en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 75 a 78).

³¹ NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 342 a 346.

³² Puede verse más extensamente en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 516 a 563 para las cédulas hipotecarias y pág. 331 para las cédulas territoriales.

³³ Sobre la justificación jurídica de este posicionamiento, véase NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 525 a 563.

secutoriedad) privilegiada (art. 14 LMH) y que, con la normativa pre-LC disfruta del beneficio *ex iure crediti* concedido a los créditos hipotecarios en caso de quiebra ³⁴.

- b) *Cédulas territoriales*. A diferencia de lo que sucede con las cédulas hipotecarias, la naturaleza jurídica de la garantía de las territoriales parece más clara: tiene pura naturaleza obligacional dado que son simples créditos privilegiados contra la entidad emisora, pero sólo sobre los créditos que tiene ésta contra los entes públicos (art. 13.3 y 4 LMRSF). Aunque el problema, que veremos más tarde, es evaluar cuánto privilegiadas están.

En definitiva, vemos cómo las cédulas hipotecarias no son ni «cédulas» ni «hipotecarias», dado que, en la práctica, se emiten normalmente en anotaciones en cuenta (contrapuesto a «documento» o «cédula», art. 44.2 RD 685/1982) y su garantía no es hipotecaria. Mientras que las cédulas territoriales, tampoco son «cédulas» (art. 13.6 LMRSF) ni mucho menos «territoriales», puesto que nada tienen que ver con el territorio, sino que refinancian, dinamizan y están garantizadas por créditos concedidos por las entidades de crédito a las entidades públicas.

3. SITUACIÓN CONCURSAL DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS ANTES DE LA ENTRADA EN VIGOR DE LA LC EN BASE A LA LMH, EL CC Y EL CCOM.

El régimen que describimos a continuación es el aplicable hasta la entrada en vigor de la LC (1 de septiembre de 2004). Deben distinguirse, como sucede con otros créditos, dos circunstancias en las que pueden concurrir una pluralidad de acreedores sobre los mismos bienes (los créditos hipotecarios) de un deudor (la entidad de crédito emisora): en caso de insolvencia de la entidad emisora y en supuestos de impago de los valores en los que no exista situación de insolvencia de la entidad emisora.

a) *En caso de suspensión de pagos y quiebra de la entidad emisora*

- La falta de previsión para la situación concursal de las cédulas en la LMH, junto a su doble regulación (en la LMH y en el CCom.) y la poca claridad de la naturaleza jurídica de su garantía, ha llevado a los autores a diversas y contrapuestas interpretaciones sobre cuál debería ser el tratamiento concursal de estos valores en caso de quiebra y suspensión de pagos de la entidad que las emite.
- Dado que, en principio, las cédulas vienen privilegiadas por derecho común en base al artículo 14.1 de la LMH que remite al 1.923.3 del CC, el rango del privilegio de las cédulas debería situarse, en caso de quiebra o suspensión de pagos de la entidad emisora y sobre los créditos hipotecarios de cobertura, en el artículo 914.2 del CCom. en el orden

³⁴ Para la justificación, nos remitimos a NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 663 a 673.

de prelación establecido en el 913.3 del CCom. Sin embargo, a causa de la doble regulación de las cédulas en la LMH y en el CCom. (art. 208.1 CCom.), el puesto que les correspondería sería algo mejor, el del 913.2 del CCom.³⁵.

- Además del privilegio especial que tienen las cédulas sobre los créditos hipotecarios de cobertura, los créditos que conllevan las cédulas hipotecarias contra la entidad emisora también gozan de un derecho preferente de cobro general sobre el resto de activos de la entidad emisora situado directamente en el artículo 913.2 del CCom., gracias al artículo 208.2 del CCom.³⁶.
- Pueden existir hasta cinco tipos de acreedores más privilegiados que los cedulistas sobre los créditos hipotecarios de cobertura³⁷.
- Las cédulas se vuelven vencidas y pagaderas (art. 883 CCom.), perjudicando las expectativas de los cedulistas al suscribir las cédulas, lo que conlleva un mayor riesgo y un menor interés de los inversores por estos valores.

b) *En caso de ejecución individual*

Este aspecto no queda alterado por la LC, aunque por la disposición final trigesimotercera se prevé ya la obligatoriedad de que se inicien los trámites para aprobar una nueva regulación para concurrencia de acreedores en ejecuciones singulares en el espacio de seis meses desde la entrada en vigor de la LC. De momento, por lo tanto, sigue en vigor el régimen de la LMH y del CC que, a nuestro juicio, es el siguiente:

- Sobre los créditos hipotecarios de cobertura (todos los que tenga la entidad emisora que reúnan los requisitos del art. 5 LMH), los cedulistas tienen un derecho preferente de cobro situado en el artículo 1.923.3 del CC (art. 14.1 LMH). Este privilegio cobrará plena virtualidad en tercerías de mejor derecho contra ejecutantes de los créditos hipotecarios que les dan cobertura. Pueden coincidir hasta seis tipos de acreedores más privilegiados que los cedulistas sobre dichos créditos de cobertura³⁸.
- Sobre el resto de bienes de la entidad emisora, les corresponderá el mismo rango que los créditos escriturarios del artículo 1.924.3.A) del CC³⁹.
- Además, son un título ejecutivo (arts. 14 LMH y 517.6 y 7 LEC), lo que les permite ejecutar el patrimonio del emisor por la vía del artículo 549 de la LEC sin necesidad de probar el título, aunque sólo sobre los créditos hipotecarios de cobertura tendrán el privilegio del artículo 1.923.3 del CC, mientras que sobre el resto tendrán el del artículo 1.924.3.A) del CC.

³⁵ Respecto a cómo llegamos a esta conclusión, véase NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 569 a 577.

³⁶ Un comentario puede encontrarse en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 454 y 455.

³⁷ Véase NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 577 y 578.

³⁸ Véase el listado y la justificación en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 565 y 566.

³⁹ Véase la justificación en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 455 a 460.

4. LA SITUACIÓN CONCURSAL DE LAS CÉDULAS TERRITORIALES SIN LA LEY CONCURSAL

El artículo 13 de la LMRSF introdujo en España las cédulas territoriales. La exposición de motivos se refiere a ellas como «una nueva figura financiera», desconociendo que, como hemos señalado, en el CCom. se han venido regulando las obligaciones especiales desde 1889 y siguen estándolo.

La LMRSF incurre en el mismo error que la LMH en 1981 respecto a las cédulas hipotecarias: no prevé para las cédulas territoriales una garantía específica para supuestos de insolvencia temporal o definitiva de la entidad emisora (problema enmendado por la LC) y, por otra parte, duplica regulaciones con el CCom. (problema que aún persiste).

Ya hemos visto la importancia que estos valores pueden llegar a tener en el mercado de valores: pueden posibilitar la concesión de créditos en mejores condiciones a los entes públicos gracias al grado de refinanciación que ofrecen. Por lo tanto todas sus garantías son un eje esencial para que resulten atractivos a los inversores, los cuales confían en las agencias de *rating* para adquirirlos.

Y dado que la LMRSF no establece ninguna garantía específica para las cédulas territoriales en caso de concurso del emisor, todo debe resolverse en base al CCom. Efectivamente, el artículo 13.4 de la LMRSF señala que «los tenedores de las cédulas tendrán derecho preferente sobre los derechos de crédito de la entidad emisora [...] para el cobro de los derechos derivados del título que ostenten sobre dichos valores, en los términos del artículo 1.922 del Código Civil».

De manera que dicha inconcreta y abstracta remisión al artículo 1.922 del CC provoca que el rango del privilegio de las cédulas territoriales en caso de concurso baje hasta el artículo 913.3 del CCom.⁴⁰, ya que se trata de créditos privilegiados por derecho común (art. 13.4 LMRSF). Además, como pasa con las cédulas, se consideran vencidas y pagaderas al declararse la quiebra (art. 883.1 CCom.), sin la posibilidad de que continúen generando intereses o que puedan seguir siendo pagadas por otra entidad, a diferencia de lo que sucede en derecho comparado (§§ 35 y 41 HBG; ss. 72, 73, 77 y 79 Asset Covered Securities Bill 2001 irlandesa; y art. 35 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych polaca). Además, al formar parte los créditos a los entes públicos de la masa de la quiebra, pueden ser ejecutados también por cualquier acreedor de mejor rango y no quedan a la exclusiva satisfacción de los cedulistas territoriales.

En ejecución singular, la situación no mejora demasiado dada la inconcreción de la remisión del artículo 13.4 de la LMRSF al artículo 1.922 del CC *in toto*, sin especificar en qué apartado

⁴⁰ Esta colocación en el artículo 913.3 del CCom. es directa, ya que los créditos a los entes públicos son bienes muebles (arts. 335 y 336 CC), a diferencia de lo que sucede con las cédulas hipotecarias, cuya remisión a este artículo es indirecta, dado que los créditos hipotecarios (que son los que cubren a las cédulas hipotecarias) son inmuebles (art. 107.4 LH en relación con el art. 334.10 CC).

deben colocarse. Siguiendo la lógica del artículo 14.1 de la LMH para las cédulas hipotecarias, parece corresponderles el puesto del artículo 1.922.2 del CC, junto a los créditos garantizados con prenda. También en ejecución singular, las cédulas territoriales son consideradas como títulos ejecutivos (art. 13.4.2 LMRSF), lo que les permite ejecución directa del patrimonio de la entidad emisora en base al artículo 549 de la LEC, sin necesidad de proceso declarativo previo.

5. LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS Y LAS CÉDULAS TERRITORIALES EN LA LC

5.1. Esclarecimiento de la nueva situación concursal de las cédulas hipotecarias.

Al aparecer el Proyecto de LC en 2002 ⁴¹, realizamos ya ⁴² un análisis previo de cómo el legislador preveía alterar la deficiente situación concursal de las cédulas hipotecarias. En algunos puntos, la LC ha acabado mejorando el tratamiento concursal que el Proyecto dispensaba a estos valores.

5.1.1. Mejoras de la LC y planteamiento de problemáticas.

- a) Es positivo que se *regule en la LC* qué sucede con las cédulas en caso de concurso y liquidación de la entidad emisora, puesto que esto era una de las grandes lagunas de la LMH de 1981. Esta laguna llevaba a aplicar la normativa sobre cédulas hipotecarias del CCom. (arts. 201 y ss. CCom.). En relación con las disposiciones de la quiebra de dicho Código (arts. 913 y 914) que, en ocasiones, no concordaban con la LMH.
- b) Aunque la LC parece solventarlo en parte, esta norma no ha previsto todos los mecanismos para que las cédulas en concurso puedan equipararse a lo que sucede con sus *homólogas* en Alemania, Irlanda y Luxemburgo: masa separada especial y exclusivamente afecta al pago de las cédulas que podrá continuar existiendo gestionada por otra entidad de crédito (§ 35 HBG alemana; Sections 58, 72, 83 y 85 Asset Covered Securities Bill 2003 irlandesa; art. 12-8 ley luxemburguesa 1997). Como comentamos más adelante, el legislador introdujo *in extremis* en la LC algunas medidas en este sentido, entre la que destacamos la consideración de las cédulas hipotecarias (también las territoriales y los bonos) como créditos contra la masa (disp. final 19.^a 1 que introduce el art. 14.2.2 LMH). De manera que cédulas (hipotecarias y territoriales) y bonos acaban teniendo la doble consideración de créditos contra la masa y de créditos concursales especialmente privilegiados, lo que dificulta en gran medida su tratamiento concursal.

⁴¹ En su versión publicada en el BOCG, Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 101-1, de 23 de julio de 2002.

⁴² NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 580 a 583.

- c) El primer párrafo de la disposición final 19.^a de la Ley incorpora –como lo hacía ya la disposición final 17.^a del Proyecto– un nuevo apartado al artículo 14 de la LMH (el art. 14.2.1 LMH) que hace referencia al *privilegio* de las cédulas en caso de *concurso*. Ello resulta un avance respecto a la situación concursal, ya comentada, de las cédulas antes de la LC que carecían de un trato concursal específico. Dicho privilegio se sitúa en el artículo 90.1.1 de la LC, pero su preferencia respecto al resto de créditos garantizados con los mismos créditos hipotecarios de cobertura vendrá dado por la fecha en que el privilegio quede publicado (art. 90.2 LC), cosa que legalmente no está prevista en la LMH (art. 12 LMH).
- d) No obstante, en la LC no se ha solventado el *problema de la naturaleza jurídica* de la garantía de las cédulas hipotecarias ⁴³, bien al contrario, lo agudiza. Ya concluimos ⁴⁴, coincidiendo con la mayoría de la doctrina del mercado hipotecario ⁴⁵, que ni las cédulas ni los bonos gozan de garantía (sub)hipotecaria (al contrario de lo que marca la literalidad del art. 12 LMH) ⁴⁶. Así, a nuestro entender, mientras los bonos representan una afección equiparable en funciones a la subhipoteca, las cédulas conllevan un simple crédito privilegiado situado en el artículo 1.923.3 del CC en ejecución singular y en el 913.2 del CCom. para caso de quiebra (según la situación pre-LC). Pero la LC ha ahondado más en la problemática *reanimando a las moribundas hipotecas tácitas* (art. 90.2 LC), lo que ya, sin haber entrado en vigor la LC todavía, es criticado por la doctrina ⁴⁷.
- e) Y, siguiendo con las *hipotecas tácitas*, el nuevo artículo 14.2.1 de la LMH sitúa a las cédulas y bonos en el mismo apartado que las hipotecas y la prenda sin desplazamiento (art. 90.1 párrafo 1.^o), lo que dificulta la aplicación del artículo 90.2 de la LC: «Para que los créditos mencionados en los números 1.^o a 5.^o del apartado anterior puedan ser clasificados con privilegio especial, la respectiva garantía deberá estar constituida con los requisitos y formalidades previstos en su legislación específica para su oponibilidad a terceros, salvo que se trate de hipoteca legal tácita». La garantía de las cédulas carece, por ley, de constancia registral de ningún tipo (art. 12 LMH) ⁴⁸ y es gracias a ello que son flexibles y son aceptadas en el mercado, a diferencia de los bonos hipotecarios. Las preguntas que nos hacemos son: ¿puede estar el cedulista junto a las hipotecas del artículo 90.1.1 de la LC aunque su garantía carezca de publicidad suficiente para afectar a terceros?; ¿introduce la disposición adicional 19.^a de la LC otra excepción al artículo 90.2 de la LC, además de la de a las hipotecas tácitas?; ¿está diciendo el juego del nuevo artículo 14.2.1 de la LMH con el 90.2 de la LC que las cédulas y los bonos hipotecarios tienen hipotecas tácitas como garantía? En cualquier caso, son dudas importantes para determinar la naturaleza jurídica de la garantía de las cédulas hipotecarias y su comportamiento concursal.

⁴³ Comentado *supra*.

⁴⁴ NASARRE AZNAR, *La garantía...*, pág. 584. También, *vid. supra*.

⁴⁵ Véanse las opiniones de ORTIZ VALLEJO, MADRID PARRA, RUBIO GARRIDO, BUESO GUILLÉN y ÁLVAREZ CAPEROCHIPÍ en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 516 a 525.

⁴⁶ *Vid. supra*.

⁴⁷ ALONSO LEDESMA, Carmen, «Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación», *Derecho concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal*, Rafael GARCÍA VALVERDE et al. (coord.), Madrid, 2003, Ed. Colex, pág. 370.

⁴⁸ Otra cosa es que convencionalmente lo pacten entidad emisora y cedulista (art. 1.255 CC).

- f) Si la garantía de las cédulas *carece de constancia registral* y la de las hipotecas y resto de garantías previstas en el artículo 90.1.1 LC sí la tiene, ¿a quién responderán preferentemente los créditos hipotecarios cuando concurren sobre ellos créditos (sub)hipotecarios, bonos hipotecarios, cédulas hipotecarias de distintas emisiones y otros derechos del artículo 90.1 de la LC al mismo tiempo? El artículo 155.3.2 de la LC establece que «los pagos se realizarán conforme a la prioridad temporal que para cada crédito resulte del cumplimiento de los requisitos y formalidades previstos en su legislación específica para su oponibilidad a terceros. La prioridad para el pago de los créditos con hipoteca legal tácita será la que resulte de la regulación de ésta». Varias dudas nos asaltan aquí: si la LMH no establece ninguna constancia registral de la garantía de las cédulas, ¿cuál será entonces su fecha de oponibilidad a terceros? Y si es una hipoteca tácita: ¿cuál es la regulación de éstas de la que habla el artículo 155.3.2 *in fine* de la LC? De hecho, la mayoría de la doctrina hipotecarista⁴⁹ ya afirmaba que habían desaparecido (arts. 145 y 159 LH) y que las dos únicas que legalmente parecían serlo (a favor del Estado y demás entes públicos por los impuestos sobre bienes inmuebles del art. 168.5 LH y a favor de las aseguradoras según lo establecido en el art. 168.7 LH) debían comportarse como créditos privilegiados⁵⁰. Pensemos que, a tenor del juego del artículo 90.1 y 2 de la LC, si la garantía de las cédulas se considera subhipoteca, cobrarán antes que acreedores hipotecarios y bonistas hipotecarios; si no, después de ellos.
- g) Las cédulas *pierden con la LC la garantía* general que le otorgaba el artículo 208.2 del CCom. en relación con el 913.2 del CCom. Aunque el 208.2 del CCom. no esté derogado expresamente, el artículo 89.2 de la LC no admite más privilegios que los recogidos en la propia LC, y éste no consta. También desaparece la justificación (buscar un referente al art. 208.2 CCom. en caso de ejecución singular) del por qué las cédulas deberían ser consideradas como créditos escriturarios [art. 1.924.3.A) CC] en caso de ejecución singular sobre el resto de bienes y derechos del patrimonio del emisor que no sean los créditos hipotecarios de cobertura, aunque la argumentación que hemos esgrimido sigue siendo válida⁵¹.
- h) Dado el carácter vacilante de la garantía prevista para las cédulas en el artículo 12 de la LMH, podría llegarse a admitir, dado su rango y su equiparación a efectos concursales a las hipotecas, que, con el régimen anterior a la LC, *pudiesen llegarse a liquidar al margen de la quiebra* (beneficio *ex iure crediti* reconocido para las hipotecas en el art. 127.7 LH y 884 y 919 CCom.). Pero el artículo 56 de la LC acaba con dicho beneficio, al menos dentro del primer año desde la declaración del concurso. Desde luego esta reforma afecta directamente a los bonos hipotecarios, que tienen como garantía, a nuestro entender, una afección real,

⁴⁹ ROCA SASTRE, Ramón M.^a y ROCA-SASTRE MUNCUNILL, Luis, *Derecho hipotecario*, t. IX, 8.^a Edición, Barcelona, 1998, Ed. Bosch, pág. 19.

⁵⁰ Véase más explicación en NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 542 a 545.

⁵¹ NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 455 a 459.

más próxima a la subhipoteca ⁵², pero creemos que no a las cédulas, dado que su garantía se concreta en ser créditos privilegiados sin trascendencia real alguna ⁵³.

5.1.2. Comparativa del tratamiento de las cédulas hipotecarias en la LMH y en la LC con el de las Hypothekpfandbriefe alemanas en caso de concurso de la entidad emisora.

Aparte de toda esta problemática, que puede considerarse autóctona de nuestro derecho, lo que es más achacable a la LC es que no haya conseguido equiparar por completo a nuestras cédulas hipotecarias a sus homólogos europeos.

Tomaremos como ejemplo a las *Hypothekpfandbriefe* alemanas ⁵⁴ por tres motivos: reciben una mejor calificación por parte de las agencias de *rating* que nuestras cédulas ⁵⁵, su mayor importancia económica y porque su ley está en plena fase de reforma para incrementar aún más sus garantías concursales, reforma que está previsto se apruebe en 2004.

Atendamos, pues, al siguiente cuadro comparativo:

Hypothekpfandbriefe (HBG)	Cédulas hipotecarias (LMH, LC)
I. ASPECTOS GENERALES DE GARANTÍA	
<i>Principio de banco especial.</i> En el mercado de la banca privada, sólo los bancos hipotecarios alemanes acogidos a la HBG pueden emitir cédulas hipotecarias (§ 1 HBG), lo que reduce el riesgo de impagos provenientes de otras operaciones.	Según el artículo 2 LMH, prácticamente todas las entidades de crédito pueden emitir cédulas hipotecarias, lo que aumenta el riesgo de impago de éstas provenientes de otras operaciones de dichas entidades.
<i>Registro de cobertura</i> (§ 21a HBG). Sólo los créditos hipotecarios o <i>Grundschulden</i> (§ 40 HBG) allí incluidos, pueden servir de cobertura para las cédulas hipotecarias. Este registro de naturaleza administrativa determina qué activos (créditos hipotecarios y <i>Grundschulden</i>) responderán por las cédulas en caso de concurso o ejecución singular	Inexistencia de un registro de cobertura y configuración, más bien, de una carga flotante (al estilo de la <i>floating charge</i> inglesa) sobre los créditos hipotecarios que tenga la entidad emisora en cada momento; es decir, los créditos hipotecarios se irán afectando y desafectando a la satisfacción preferente de las cédulas a medida que van entrando y salien- .../...

⁵² NASARRE AZNAR, *La garantía...*, págs. 672 y 673.

⁵³ De todas formas debemos advertir que el debilitamiento del beneficio *ex iure crediti* para los acreedores hipotecarios tendrá un efecto negativo en el mercado hipotecario primario, puesto que dichos acreedores procurarán compensar la disminución de la eficacia de las hipotecas (mayores dilaciones y mayor incertidumbre en el cobro de las mismas en caso de concurso del deudor hipotecario) subiendo los tipos de interés y estableciendo condiciones más rígidas para los préstamos y demás créditos hipotecarios. Por su nuevo comportamiento concursal, la hipoteca española se ha debilitado como derecho real de garantía.

⁵⁴ Podría hacerse una comparativa muy similar entre las cédulas territoriales y las *Kommunalschuldverschreibungen* alemanas.

⁵⁵ Puede verse en el informe MOODY'S, *Moody's on European Covered Bonds*, 7th Central European Covered Bond Conference, Berlín, 13-14 octubre 2003, pág. 13, donde se aclara que las cédulas hipotecarias alemanas (*Hypothekpfandbriefe*) pueden recibir hasta 3 puntos más que las obligaciones comunes emitidas por la misma entidad, a diferencia de las españolas, que sólo pueden recibir como máximo 2 puntos más, siendo conscientes, además, que la *overcollateralisation* es la única ventaja de nuestras cédulas.

<p>.../...</p> <p>(§§ 35 y 34a HBG), es objeto de control por parte del <i>Treuhänder</i> (§ 30 HBG) y es fundamento para la emisión de las cédulas. La creación de una masa de cobertura determinada y afecta especialmente las cédulas es fundamental para posteriormente garantizar a los cedulistas fuertes derechos de satisfacción exclusiva sobre la misma.</p>	<p>do del patrimonio del emisor. Esta situación cristalizará cuando la entidad emisora entre en concurso, viéndose incluidos en la masa pasiva de éste (art. 49 LC) los créditos hipotecarios que cumplan los requisitos del artículo 5.º de la LMH que en ese preciso momento estén en el patrimonio de la entidad emisora (sin entrar ahora en detalles sobre posibles reintegraciones por fraude del art. 71 LC). Este mecanismo, aunque favorece una fuerte <i>overcollateralisation</i> (muchos más créditos hipotecarios de cobertura que cédulas en circulación)⁵⁶, muy apreciada por las agencias de <i>rating</i>, puede no ser suficiente en caso de concurso si el tratamiento concursal de las cédulas no es lo suficientemente fuerte⁵⁷, además de no ser jurídicamente claro⁵⁸, de ser débil por la ausencia de algún tipo de constancia registral (carecencia, pues, de reipersecutoriedad) y de ser excesivamente inconcreto a la hora de especificar cuáles son finalmente los derechos de los cedulistas sobre su masa de cobertura. Es difícil concretar qué derechos asisten a los cedulistas sobre su masa de cobertura si no puede determinarse ésta.</p>
<p><i>Fiduciario</i>⁵⁹ que vela por la legalidad de toda la emisión, estableciendo un control específico sobre toda operación refinanciadora de créditos hipotecarios y de créditos a las entidades públicas. En derecho alemán es el <i>Treuhänder</i> (§§ 29 a 34 HBG) el que desarrolla esta actividad: pone en circulación las cédulas, controla que están suficientemente cubiertas, colabora con la Autoridad Supervisora, vigila continuamente la cobertura de las cédulas, controla al banco las actuaciones sobre el registro de cobertura y obtiene del banco todo tipo de información sobre las operaciones de refinanciación.</p>	<p>No existe fiduciario. Sólo una supervisión general llevada a cabo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el Ministerio de Economía y el Banco de España (art. 21 LMH), lo que no deja de ser menor protección ya que no hay un seguimiento continuado específico de las operaciones de refinanciación crediticia de las entidades de crédito españolas y nadie controla, en principio, las operaciones que las entidades de crédito realizan con sus créditos hipotecarios.</p>
<p>II. ASPECTOS CONCURSALES</p>	
<p>Declarado el concurso de la entidad emisora, los valores de cobertura inscritos en el registro de cobertura servirán de <i>satisfacción exclusiva</i> a los cedulistas, los cuales podrán cobrarse al margen de la masa de la quiebra (§ 35. Abs. 1, S. 1 HBG).</p>	<p>No existe ninguna restricción legal a la utilización/negociación de los créditos hipotecarios de cobertura de las cédulas por parte de la entidad de crédito emisora. Únicamente el límite de cobertura/emisión del artículo 16 LMH.</p> <p style="text-align: right;">.../...</p>

⁵⁶ Aunque no lo garantice *per se*, dado que si la emisión de cédulas se generalizase, dicha *overcollateralisation* se reduciría o desaparecería. La auténtica *overcollateralisation* legal la marca el artículo 16 de la LMH.

⁵⁷ Por ejemplo, sí pueden existir muchos acreedores más privilegiados que los cedulistas sobre esos créditos hipotecarios.

⁵⁸ Esa *floating charge* o afección que se crea y se extingue por el mero hecho de que el crédito hipotecario esté o no incorporado al patrimonio de la entidad emisora carece de todo apoyo legal.

⁵⁹ Término, la verdad, que no nos satisface plenamente, dado que puede dar lugar a equívocos sobre si el controlador especial de las operaciones de refinanciación crediticia tiene o no un derecho dominical o al menos real sobre los valores de cobertura. Quede claro que los «fiduciarios» de los países de *civil law* que se encargan de estas operaciones carecen de toda facultad dominical o real sobre los valores de cobertura, a diferencia de los «fiduciarios» anglosajones (*trustees*) que velan por las emisiones de *mortgage-backed securities* que sí las tienen. Usamos el término «fiduciario» porque es el más divulgado entre los prácticos del mercado hipotecario y además es etimológicamente correcto.

<p>.../...</p> <p>Esta satisfacción es exclusiva, porque el <i>Treuhänder</i> no habrá dejado que el banco grave, ceda o utilice los créditos de cobertura en perjuicio de los cedulistas (§§ 30 y 31 HBG).</p>	<p>De manera que los créditos hipotecarios de cobertura no son para la satisfacción exclusiva de las cédulas hipotecarias, sino que otros acreedores de la entidad emisora [acreedores (sub)hipotecarios, bonistas, los del art. 84.2 LC, etc.] se cobrarán de ellos con preferencia a los cedulistas.</p> <p>Dado que deben quedar ordenados en una lista de acreedores con los que concurrirán sobre la masa de cobertura, su rango será el del artículo 90.1.1, según el nuevo artículo 14.2.1 de la LMH, introducido por la disposición final 19.^a de la LC.</p>
<p>Pero si el negocio de financiación crediticia está sano, es decir, la quiebra del banco emisor ha sido provocada por otras causas distintas de las emisiones de cédulas, los <i>cedulistas no tomarán parte del proceso de insolvencia</i>, las cédulas no resultarán vencidas ni pagaderas, y los intereses y principal se irán devengando según las condiciones de emisión (§ 35, Abs. 1 HBG).</p> <p>Esta posibilidad de que el negocio refinanciador de créditos pueda continuar más allá de la extinción de la entidad emisora es un punto esencial para conseguir un buen <i>rating</i> en las agencias que se encargan de ello ya que supone una garantía extraordinaria para los inversores que no deben preocuparse del estado financiero de la entidad emisora a la hora de invertir (sólo del estado financiero de la <i>Deckungsmasse</i> o masa de cobertura); respecto al estado financiero de la emisión, es trabajo del <i>Treuhänder</i>.</p>	<p>El Proyecto de LC no preveía esta posibilidad, hasta que en mayo de 2003, por enmienda del Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de Convergència i Unió a la disposición final 18.^a (la definitiva 19.^a)⁶⁰, se introdujo un tercer párrafo al art. 14 LMH, que pasó finalmente a la ley. Esta incorporación <i>in extremis</i>, dos meses antes de la aprobación de la LC, considera a las cédulas hipotecarias españolas como <i>créditos contra la masa</i> (y no sólo como créditos concursales del art. 14.2.1 LMH), de manera que no se consideran ni vencidas ni pagaderas al abrirse el concurso o la liquidación (arts 14.2.2 LMH y 154.2 LC)⁶¹ y cobrarán antes que cualquier crédito concursal, aunque no en exclusiva (art. 154.1 LC) de los bienes y derechos del concursado incluidos en la masa concursal.</p> <p>Por lo tanto, la reforma, aunque positiva, es insuficiente: los créditos hipotecarios siguen sin responder en exclusiva para los cedulistas, no está claro qué créditos componen la masa de cobertura ni el grado de privilegio que los cedulistas pueden alcanzar sobre ella; existen problemas para armonizar la doble naturaleza de créditos contra la masa y de créditos concursales; y debe estudiarse quién y cómo se debe gestionar el negocio de las cédulas desde que comienza la liquidación, puesto que no se prevé expresamente en la ley.</p>
<p>La duda que se planteaba en Alemania⁶² era <i>quién y cómo debía hacerse cargo del negocio refinanciador sano</i>, así como de qué manera debían pagarse los costes que ello originaría. Durante el año 2003 se ha preparado en Alemania una reforma de la HBG para aclarar estos aspectos⁶³. Según la reforma propuesta:</p>	<p>Aunque pueda existir la posibilidad teórica de que los administradores concursales puedan vender en bloque a otra entidad de crédito autorizada todo el negocio de emisión de cédulas (créditos hipotecarios de cobertura incluidos, naturalmente) (art. 155.3 LC), no se especifica ni el proceso ni hasta cuándo o cómo deben hacerse mientras tanto los pagos</p> <p style="text-align: right;">.../...</p>

⁶⁰ Las enmiendas que se refieren a esta alteración son la 343 y 344, recogidas en el «Boletín Oficial de las Cortes Generales-Senado» de 9 de mayo de 2003, Serie II, Proyectos de Ley, núm. 120 (c), págs. 231 a 234.

⁶¹ Si el Proyecto no se hubiese alterado, las cédulas resultarían vencidas y pagaderas al declararse el concurso, puesto que eran consideradas como créditos concursales (art. 146 LC).

⁶² Avivada por la obcecación de las agencias de *rating* en este punto.

⁶³ Manejamos el *Gesetzentwurf der Bundesregierung* (Proyecto de Ley del Gobierno) «Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekbankgesetzes und anderer Gesetze», con fecha 15 de agosto de 2003, Bundesrat 563/03. La reforma de la HBG está en el artículo 8.

.../...

- a) Se aprueba una cobertura legal y obligatoria extra de las cédulas hipotecarias de un 2% (se modificaría el § 6 Abs. 1 HBG). Esta novedosa (en Alemania) *overcollateralisation* legal servirá para pagar los gastos del *administrador de la masa de cobertura* (figura también nueva) y para cubrir otras necesidades de liquidez.
- b) Esclarecimiento y ampliación de las provisiones recogidas en el § 35 HBG⁶⁴, en el siguiente sentido:
- Se aclara⁶⁵ que la masa de cobertura de las cédulas no forma parte de la masa concursal de la entidad emisora (satisfacción exclusiva de los cedulistas) y que las cédulas no vencen ni son pagaderas al declararse el concurso, de manera que los cedulistas no se ven afectados en modo alguno por la insolvencia de la entidad emisora de los valores.
 - Se nombrarán judicialmente uno o dos administradores de la masa de cobertura (*Sachwalter*), cuya finalidad específica es administrar el *pool*, efectuando los cobros de los créditos y los pagos de las cédulas. Él decidirá si se puede prescindir de algunos créditos hipotecarios de cobertura, que serán reintegrados a la masa concursal. Su nombramiento se inscribirá en el Registro Mercantil y se anotará su nombre en el Registro de la Propiedad en todas las fincas y derechos sobre fincas de los que sea titular el banco insolvente, para evitar que éste pueda disponer de ellos y para que terceros sepan quién gestiona y quién puede disponer a partir de entonces de dichos bienes y derechos inmobiliarios.
- c) Existen tres posibilidades de gestión y administración para una masa de cobertura sana, según la reforma:
1. Que la administre el *Sachwalter* hasta la completa satisfacción de los cedulistas.
 2. Una cesión de toda o parte de la masa de cobertura a otro banco hipotecario solvente junto a las obligaciones con los cedulistas.
 3. O una cesión fiduciaria en la que el *Sachwalter* sería el fiduciario en beneficio del banco solvente, también junto a las obligaciones con los cedulistas; en este supuesto, el banco beneficiario o adquirente

y habría que ver qué tercerías de mejor derecho podrían interponer los acreedores concursales con derechos publicitados sobre los créditos hipotecarios de cobertura.

.../...

⁶⁴ Que es el parágrafo que actualmente trata sobre el comportamiento de las *Hypothekempfandbriefe* en caso de quiebra de la entidad emisora.

⁶⁵ Este esclarecimiento puede obedecer a que, o bien las agencias de *rating* o los inversores o ambos no acertaban a comprender ambos beneficios para los cedulistas (satisfacción exclusiva y que se continúen devengando intereses y se devuelva el principal según las condiciones de emisión), aunque estuvieran presentes en la HBG desde 1998 (9 de septiembre de 1998, BGBl, pág. 2.674).

.../...

será considerado frente a todos como titular de la masa de cobertura y debe aceptar responsabilidad por el pago de las cédulas. Si se hiciese alguna cesión, ésta se haría en global de los activos cedidos (no uno a uno) más las obligaciones de pago debidas a los cedulistas; debe ser notarial y cumplir los requisitos de la cesión de los bienes cedidos ⁶⁶.

- d) En caso de que también la masa de cobertura sea insolvente (insuficiente para realizar los pagos de cédulas) o impague, la autoridad financiera supervisora abrirá un procedimiento concursal especial.

5.1.3. Tratamiento de la nueva problemática concursal de las cédulas hipotecarias en caso de liquidación de la entidad emisora.

Teniendo en mente cuál debería ser el tratamiento concursal ideal de las cédulas hipotecarias para conseguir su máxima protección en caso de concurso y liquidación de la entidad que las emite con el fin de ser más aceptadas entre los inversores, tratamos a continuación de solventar los problemas que plantea la nueva LC.

I. La primera cuestión a dirimir, y de la que parten el resto de problemas, es cómo se concilia la doble condición de las cédulas hipotecarias (también las territoriales) de créditos contra la masa (art. 14.2.2 LMH) y de créditos concursales (art. 14.2.1 LMH) según la disposición final 19.^a 1 de la LC.

Teniendo en cuenta que debería perseguirse la máxima protección para las cédulas con el fin de potenciar el mercado hipotecario e, indirectamente, el inmobiliario, entendemos que debemos poner atención, primero, a la consideración de las cédulas como **créditos contra la masa**, puesto que ello tiene una serie de **ventajas** frente a lo que son los créditos concursales, esencialmente:

- a) Que los créditos contra la masa son *prededucibles* ⁶⁷, esto es, que deben retirarse bienes suficientes de la masa concursal para satisfacerlos (art. 154.1 LC) antes de pagar los créditos concursales. Es decir, los acreedores concursales sólo se disputarán su posición en el concurso sobre los bienes que resten después de dicha prededucción.

⁶⁶ Recordemos aquí que los bancos hipotecarios alemanes se benefician de prestar prácticamente siempre con *Sicherungsgrundschuld* en forma de carta (*Grundschuldbrief*) (consideración de bienes muebles en toda cesión, § 929 BGB) y total independencia de los créditos garantizados (§ 1192 BGB), teniendo de este modo una gran flexibilidad (véase más sobre la Grundschuld y sus ventajas en NASARRE AZNAR, Sergio y STÖCKER, Otmar, «Models d'hipoteca independent en dret comparat. La regulació d'un dret real de garantia independent a Catalunya», *Revista catalana de dret privat*, vol. 2, 2003, págs. 155 a 188).

⁶⁷ Este carácter de prededucibles lo reconoce la doctrina en PULGAR EZQUERRA, Juana, «Las soluciones al concurso de acreedores: el convenio y la liquidación», *Derecho concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal*, Rafael GARCÍA VALVERDE *et al.* (coord.), Madrid, 2003, Ed. Colex, pág. 476.

- b) Las cédulas *no resultan vencidas ni pagaderas* si son consideradas como créditos contra la masa (art. 154.2 LC y art. 14.2.2 LMH), a diferencia de lo que sucede con el resto de créditos contra el concursado (art. 146 LC). Además, las cédulas hipotecarias (también las territoriales y los bonos) seguirán devengando intereses después de la declaración de concurso (art. 14.2.2 LMH), lo que no sucede con los créditos concursales que no tengan garantía real (art. 59 LC).

Ambos aspectos son cruciales puesto que dan a las cédulas un buen trato concursal: los cedu- listas cobran antes que los créditos concursales y, además, los pagos de capital e intereses se reali- zarán según lo estipulado en la suscripción o en la escritura pública de emisión (arts. 46 y 47 RMH y art. 6 LMV).

No obstante, la calificación de las cédulas hipotecarias (y también de las territoriales) como **créditos contra la masa** origina otros tres *problemas* que comentamos a continuación y a los que pre- tendemos dar solución y coherencia.

II. Las cédulas no son del tipo de créditos que tradicionalmente eran considerados por la doc- trina como créditos contra la masa ⁶⁸: los gastos de la masa y las obligaciones de la masa, siendo los primeros los que se realizaban para desarrollar convenientemente el procedimiento concursal (apdos. 2.º y 3.º del art. 84.2 LC) y los segundos los originados para conseguir una adecuada admi- nistración y liquidación del patrimonio del deudor (art. 34.1 LC). Tampoco se engloban dentro de las tendencias conservativas ⁶⁹ del patrimonio del concursado de los supuestos de los apartados 4.º, 5.º, 6.º, 8.º, 9.º y 10.º del artículo 84.2 de la LC, que consisten en créditos nacidos con posteriori- dad a la declaración de concurso y que buscan conservar determinados bienes fuera de la masa pasi- va concursal (art. 84.1 LC) para una posible rehabilitación del concursado. El caso de las cédulas se encuentra, más bien, en la línea de aquellos créditos que, existiendo ya antes de la declaración de concurso, por algún motivo (jurídico, político o económico), se ha considerado que deben ser «superprivilegios», o sea, en la línea de los supuestos de los apartados 1.º y 7.º del artículo 84.2. De hecho, a este último apartado remite para las cédulas hipotecarias el nuevo párrafo 2.2 del artícu- lo 14 de la LMH introducido por la disposición final 19.ª 1 de la LC.

Desde nuestro punto de vista, la catalogación de las cédulas hipotecarias como créditos con- tra la masa ha sido un buen intento de conjugar la necesidad de actualizar y mejorar el comporta- miento concursal de estos valores y equipararlo a sus homólogos europeos con las categorías que prevé la nueva LC: se busca que no venzan, que se sigan cobrando según lo estipulado en la emi-

⁶⁸ Véase, en este sentido, la crítica que de la ausencia expresa como créditos contra la masa de algunos tradicionales y la presencia de unos nuevos realiza ALONSO LEDESMA, *Delimitación de...*, págs. 364 y 365.

⁶⁹ Término empleado por ALONSO LEDESMA, *Delimitación de...*, pág. 365. Son los casos de: los alimentos del apartado 4.º, los nacidos por la continuación de la actividad empresarial tras la declaración de concurso (apdo. 5.º), los contratos de obligación recíproca incumplidos por parte del concursado (apdo. 6.º), los derivados de las acciones que nacen a favor de los perjudicados por las rescisiones concursales (apdo. 8.º), las obligaciones contraídas por la administración concursal (apdo. 9.º) y las obligaciones contra el concursado derivadas de responsabilidad extracontractual después de la declaración de concurso (apdo. 10.º).

sión y que tengan un superprivilegio. Pero se hizo tarde (y rápido) y quizás las cédulas no se comportan como unos «buenos» créditos contra la masa, precisamente por lo que comentamos en el siguiente problema (*vid. infra* III). Además, debe criticarse también el modo por el que las cédulas han sido consideradas como créditos contra la masa: modificando la LMH y no colocándolas en la LC, de manera que ya se quiebra el principio establecido en el artículo 89.2 de la LC de que sólo se admiten los privilegios previstos en la LC; y aunque en pureza posiblemente no debería admitirse, podemos resolver esta antinomia legal recurriendo a la consideración de «legislación especial» de la LMH, que es otorgada por la disposición adicional 2.^a de la LC.

III. Según el artículo 84.2 de la LC, los créditos contra la masa, una vez declarada la liquidación (momento en el que realmente se ve la fortaleza de una garantía), deben liquidarse según lo establecido en el artículo 154 de la LC. El grave problema para las cédulas lo plantea el artículo 154.3 de la LC –que establece el procedimiento de realización de las prededucciones– por partida doble:

1. «Las deducciones para atender al pago de los créditos contra la masa se harán con cargo a los bienes y derechos no afectos al pago de créditos con privilegio especial». Pero es que en base al nuevo 2.º párrafo del artículo 14 de la LMH introducido por la disposición final decimonovena LC y el juego con los artículos 12 y 14.1 de la LMH, todos los créditos hipotecarios «que en cualquier tiempo consten inscritos a favor la Entidad emisora» y que cumplan los requisitos para emitir sobre ellos cédulas (arts. 5 y 11 LMH) están especial y privilegiadamente afectos al pago, al menos, de las cédulas hipotecarias (concretamente en el apdo. 1.º del art. 90.1 LC).

Además, pensemos que la graduación entre los créditos concursales especialmente garantizados del artículo 90.1 de la LC (donde también se colocan las cédulas por el art. 14.2.1 LMH) cuando concurren sobre un mismo bien o derecho del concursado (en nuestro caso, los créditos hipotecarios de cobertura) se hace según la prioridad temporal «que para cada crédito resulte del cumplimiento de los requisitos y formalidades previstos en su legislación específica para su oponibilidad a terceros» (art. 155.3.2 LC). Y dado que los créditos privilegiados que suponen las cédulas carecen necesariamente por ley de constancia registral y, por lo tanto, no pueden afectar a terceros en modo alguno (art. 12.2 LMH)⁷⁰, deberán ir por detrás de todos aquellos acreedores que concurren con ellos sobre los créditos hipotecarios de cobertura de la entidad concursada y que tengan cierta publicidad en el Registro de la Propiedad. Venimos a decir que ningún acreedor concursal con garantía publicitada tendría que verse afectado por las cédulas –al ser éstas créditos contra la masa–, puesto que ello provocaría la quiebra del sistema de protección registral. Los acreedores especialmente privilegiados sobre los créditos hipotecarios de cobertura de las cédulas con garantía publicitada podrían ser:

⁷⁰ Pensemos que cuando se grava un crédito hipotecario (por ejemplo, con hipoteca), éste sigue estando afecto al pago de las cédulas mientras esté en el patrimonio de la entidad de crédito emisora de éstas (art. 12.2 LMH). Lo único que provoca el gravamen es que, si tiene publicidad, ya no queden afectos en primer lugar al pago de las cédulas y que no puedan contabilizarse dentro del valor mínimo de cobertura establecido en el artículo 16 de la LMH (111,11%) (art. 32.1 RMH).

- Los acreedores hipotecarios (apdo. 1.º art. 90.1 LC). En este caso serían acreedores subhipotecarios de los deudores hipotecarios ya que la entidad emisora habría dado en garantía de las obligaciones contraídas con éstos algún crédito hipotecario que está dando cobertura a las cédulas (art. 107.4 LH).
- Los bonos hipotecarios (art. 14.2.1 LMH), que al tener constancia registral, vencerán a las cédulas (art. 13 LMH).

Menos problema plantean los créditos refaccionarios (apdo. 3.º art. 90.1 LC) –donde la refacción se habrá tenido que realizar sobre créditos hipotecarios (?)- o los créditos por cuotas de arrendamiento financiero o plazos de compraventa con precio aplazado de bienes inmuebles (apdo. 4.º art. 90.1 LC), debiendo ser éstos los créditos hipotecarios en poder de la entidad emisora de cédulas concursada ⁷¹.

Por lo tanto, la duda es si debe ser admisible que las cédulas cobren antes como créditos contra la masa que los acreedores subhipotecarios y demás acreedores especialmente garantizados con garantía publicitada (que son acreedores concursales). Y no sólo antes, sino siguiendo las condiciones de la emisión, cosa que perjudicaría en gran medida a todos estos acreedores concursales que, seguramente, deberán esperar a que venzan todas las emisiones de cédulas para cobrar puesto que, dadas las fluctuaciones del mercado hipotecario e inmobiliario, la que parece hoy ser una cobertura suficiente para las cédulas (se debe retirar de la masa lo necesario para satisfacer a los acreedores contra la masa, según el art. 154.1 LC) puede no serlo en un determinado plazo de tiempo. Pensemos, además, que todo ello provocaría la quiebra del sistema de publicidad registral: aunque las cédulas se emitan después que determinados créditos (sub)hipotecarios, seguirán éstas cobrando primero, reduciendo el «valor» (seguridad) de las subhipotecas a la mínima expresión.

2. ¿Qué sucede si los bienes prededucibles no son suficientes para satisfacer a los cedulistas? Según el artículo 154.3 de la LC *in fine* «lo obtenido se distribuirá entre todos los acreedores de la masa por el orden de sus vencimientos». Dependiendo de si admitimos o no que los cedulistas puedan cobrarse como créditos contra la masa sobre los créditos hipotecarios de cobertura (véase el apartado de soluciones a continuación), el supuesto en que la entidad de crédito no tenga bienes suficientes no sujetos a privilegio especial para pagar a las cédulas puede ser más o menos común, atendiendo al volumen de las emisiones de estos valores ⁷². En cualquier caso, la solución dada por la LC en el artículo 154.3 se aparta de lo vigente hasta ahora (art. 916 CCom.) y de lo que en Europa está más extendido (*section* 83 (2) Asset Covered Securities Bill 2001 irlandesa; art. 12-8.2 Ley sobre el Sector Financiero de 5 de abril de 1993 de Luxemburgo): que los cedulistas cobren (o se les reduzca) en proporción independientemente de la fecha de emisión. La solución de todo ello es que cada

⁷¹ Aunque podría tener cierta virtualidad este último supuesto en caso de cesión (venta) de crédito hipotecario a plazos con precio aplazado.

⁷² Una de las últimas emisiones públicas de cédulas hipotecarias fue efectuada por el Banco Santander Central Hispano, S.A. por un valor de dos mil millones de euros en agosto de 2003 (Folleto registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 8 de agosto de 2003, registro oficial 4653, www.cnmv.es).

emisión subsiguiente de cédulas resultará más cara a la entidad emisora, puesto que el riesgo de impago en caso de concurso será mayor para cada subsiguiente emisión, debiendo la entidad satisfacer cada vez más intereses para compensar tal riesgo. Es decir, los cedulistas de emisiones posteriores estarán menos protegidos que los anteriores, lo que nos parece una mala solución para promocionar el mercado hipotecario ⁷³.

¿Qué solución puede hallarse a estos dos problemas que plantea el artículo 154.3 de la LC?

Desde nuestro punto de vista, las cédulas deberían verse beneficiadas con una relajación de la limitación que establece el artículo 154.3 de la LC, de manera que, tras la apertura de la liquidación, se les autorizase a continuar cobrando principal e intereses de los ingresos provenientes de los préstamos hipotecarios que están afectos a su pago (todos los de la entidad emisora), los cuales deberán ser retirados de la masa concursal –entendemos que en una proporción de 111,11% como mínimo respecto a las cédulas en circulación, siguiendo al art. 16 LMH, aunque ello tampoco garantiza que se separen todos los necesarios para satisfacerlas como lo exige el art. 154.1 LC–. Somos del parecer de que no deberían incluirse los créditos hipotecarios que estén especialmente afectos a otros acreedores con privilegio especial, siguiendo al propio artículo 154.3 de la LC y al artículo 155.3.2 de la LC; se evita así que los cedulistas cobren por delante de acreedores con garantía publicitada en el Registro, como acreedores (sub)hipotecarios de la entidad emisora y bonistas hipotecarios. En caso de que los créditos hipotecarios prededucidos resultasen insuficientes, se podría evitar aplicar el artículo 154.3 de la LC *in fine* para no perjudicar a las sucesivas emisiones de cédulas, utilizando esta vez el carácter de créditos concursales de las cédulas (art. 14.2.1 LC), de manera que acabarían participando en el procedimiento liquidatorio junto al resto de acreedores especiales, siendo vencidos por aquellos cuya garantía está publicitada y sin garantía sobre el resto de bienes de la entidad emisora.

No obstante, pensemos que atendiendo al tenor literal del artículo 154.3 de la LC, los cedulistas no deberán poderse cobrar, en calidad de acreedores contra la masa, de los créditos hipotecarios, puesto que éstos están especialmente afectos a ellos mismos. Aunque esta interpretación, con la que no estamos de acuerdo, parezca un tanto injustificada, pensemos que no sería extraño que las cédulas pudiesen cobrarse, en cuanto que acreedores contra la masa, de los bienes no afectos a privilegios especiales (mantendrían aquí el privilegio general del art. 208.2 CCom. que les ha desaparecido con la LC) y sobre lo que faltase se cobrarían en calidad de acreedores concursales (art. 14.2.1 LMH) sobre los créditos hipotecarios de la entidad concursada compitiendo con el resto de acreedores especiales. Esta interpretación no es la más favorable para los cedulistas puesto que su protección natural (la que aparece en el art. 12.2 LMH y la que consta en derecho comparado) no es el patrimonio general de la entidad emisora sino que son los créditos hipotecarios que, con esta interpretación, quedan en un segundo plano.

⁷³ De acuerdo con que no es una buena solución está PULGAR EZQUERRA, «Las soluciones...», pág. 477, que encuentra más propio del sistema concursal para ordenar a los acreedores la *pars conditio creditorum* que el *prior in tempore potior in iure*, más vinculado a las ejecuciones singulares.

La solución que damos es más acorde con la propia regulación de las cédulas, es más pacífica con la LC y beneficia a los cedulistas. En ella puede *compaginarse bien la doble naturaleza* de créditos contra la masa y de créditos concursales de las cédulas: sólo se recurrirá a su condición de créditos concursales cuando no se hayan podido prededucir de la masa concursal bienes (incluidos créditos hipotecarios especialmente afectos a su satisfacción) suficientes para satisfacerlas. Esta solución es similar a la que prevé el § 35 (2) HBG (§ 35 (6) del Proyecto alemán explicado): los cedulistas alemanes sólo entrarán en el concurso cuando la masa de cobertura (créditos hipotecarios perfectamente determinados) esté *überschuldet*, o sea, esté excesivamente endeudada. La diferencia sigue siendo que la masa de cobertura alemana está perfectamente delimitada y ha sido protegida durante toda la emisión por el *Treuhänder*.

De todas formas, lo ideal sería que, en el momento en que se viese que la entidad de crédito emisora no es viable y que debería entrar en una fase liquidatoria, el negocio refinanciador hipotecario en bloque pudiese ser vendido a otra entidad de crédito solvente, como sucede en los países de nuestro entorno (ver el cuadro correspondiente a Alemania, sections 85 (2) y 58 Asset Covered Securities Bill 2001 irlandesa y art. 98 Ley núm. 99-532 francesa), sin necesidad de hacer vencer a las cédulas antes de lo pactado y sin que los inversores corriesen el riesgo de no recuperar todo lo invertido (principal) o el pago de los beneficios (intereses). De esta posibilidad y de cómo podría articularse en la LC hablamos en el punto IV.

Por último, una referencia a los bonos hipotecarios. Los bonistas hipotecarios son también créditos contra la masa, pero además tienen claramente determinados por nota al margen en el Registro de la Propiedad los créditos hipotecarios que les dan cobertura. En consecuencia, tendrán derecho a que les sean prededucidos dichos créditos de la masa concursal (art. 154.1 LC). Siguiendo lo que hemos señalado para las cédulas, los créditos hipotecarios afectos registralmente al pago de los bonos, no podrán prededucirse para satisfacer a las cédulas, sino que servirán para satisfacer a los bonos, conforme a lo establecido en los arts. 13 y 14.1 de la LMH.

IV. Según la protección concursal que se le da a las cédulas hipotecarias (también a las territoriales y a los bonos) (disp. adic. decimovena), puede concluirse que tanto al declararse el concurso (causas en art. 2 LC) como al abrirse la liquidación (causas en arts. 142 y 143 LC) las cédulas pueden continuar cobrando el principal y los intereses según lo estipulado en las condiciones de emisión ya que no resultan ni vencidas ni pagaderas en ningún momento (art. 14.2.1 y 14.2.2 LMH y art. 154.2 LC). Pero *la LC no establece expresamente cómo debe llevarse esta gestión*, ni por cuánto tiempo, ni qué efectos puede tener esto sobre los acreedores concursales, ni si se le puede dar una salida adjudicando todo el negocio en bloque a una tercera entidad de crédito habilitada (art. 2 LMH) para que siga con él ni en qué condiciones. Lo único que tenemos claro, de momento, es que la LC no llega al grado de detalle que se propone en el Proyecto de Ley para la reforma de la HBG alemana en este sentido (que es la transparencia que piden las entidades de *rating* para puntuar a estos valores lo mejor posible).

Las dudas que planteamos para cada fase concursal, junto a su posible explicación, son las siguientes:

Cuestiones	Desde la declaración del concurso (art. 2 LC)	En el convenio (art. 99 LC)	Desde la apertura de la liquidación (arts. 142 y ss.)
<p>¿Quién se hace cargo de la gestión del negocio de las cedúlas?</p>	<p>1. <i>Administradores concursales.</i> Una vez declarado el concurso, se nombrarán los administradores concursales (art. 26 LC). Dado que la entidad emisora de cedúlas debe ser necesariamente una entidad de crédito (art. 2.º LMH), habrá un representante del Fondo de Garantía de Depósitos (art. 27.2.2 LC) y, además, si la entidad de crédito ha emitido valores que se negocian en el mercado secundario oficial habrá un miembro del personal técnico de la CNMV (art. 27.2.1 LC).</p> <p>2. <i>Auxiliar delegado.</i> Creemos también importante que para la llevanza del negocio de las cedúlas, que de momento continúa tras la apertura del concurso (art. 14.2.2 LMH y 84.2.7 LC), debería ser nombrado un auxiliar delegado con funciones específicas (que haría las veces del <i>Sachwalter</i> alemán) (arts. 32 y 35 LC) que bien podría ser otra entidad de crédito con experiencia en el ámbito del negocio del mercado hipotecario.</p> <p>A diferencia de lo que ocurre en Alemania que han tenido que prever un 2% de <i>overcollateralisation</i> extra en la reforma para hacer frente a los gastos del <i>Sachwalter</i> (y algún que otro imprevisto más), la abultada sobrecobertura de nuestras cedúlas (legal y de facto) y que sean créditos contra la masa que no necesariamente deban cobrarse de los créditos hipotecarios de cobertura (arts. 34 y 154 LC) hace que el problema de la remuneración de los administradores no sea, en principio, un problema para el aseguramiento del cobro de las cedúlas.</p>	<p>Si se llega a un acuerdo de convenio y éste es eficaz, los administradores deberán cesar en su cargo, excepto que el convenio mismo les encomiende alguna tarea (art. 133.2.2 LC). A esto hay que añadirle que los acreedores privilegiados (caso de los ceduistas, según art. 14.2.1 LMH) no se verán afectados por el convenio a no ser que hayan votado a favor del mismo o si se han adherido o vinculado, conforme a los artículos 123 y 134.2 de la LC.</p> <p>Así, si los ceduistas optan por adherirse o votan a favor del convenio, simplemente los administradores cesan y se sigue todo según lo pactado, provocándose una novación en los créditos (art. 136 LC), viéndose afectados por las quitas y espensas acordadas (art. 100 LC).</p> <p>Pero habiéndose aprobado convenio y no habiendo tomado parte en él (o algunos) ceduistas, no hay motivos para abrir la fase de liquidación del concursado (arts. 142 y 143 LC) y, por lo tanto, no debería entrar en juego el artículo 154 de la LC al que remite necesariamente el artículo 84.2 de la LC para el pago de los créditos contra la masa. Entendemos que, en base al convenio, la entidad deudora queda rehabilitada, sujeta a las limitaciones y prohibiciones en el ejercicio de las facultades administrativas allí pactadas (art. 137 LC). Por lo tanto, será la entidad rehabilitada la que siga gestionando todo el negocio hipotecario (operaciones activas y pasivas) según las condiciones de emisión. Finalmente, sólo si no hay convenio o si se incumple el mismo o si se dan alguno de los motivos previstos en los artículos 142 y 143 de la LC se deberá abrir la fase de liquidación.</p>	<p>El concursado en liquidación es desprovisto de todas las facultades de administración y disposición, que corren a cargo de los administradores concursales, que serán repuestos si fueron removidos por convenio (art. 145.1 LC). Se detectan algunos problemas potenciales con que sean los propios administradores concursales los que lleven el negocio de las cedúlas tras la declaración de concurso:</p> <p>a) Posible <i>conflicto de intereses.</i> Los administradores se ven obligados a intentar que quede el mayor número de activos para satisfacer a los acreedores concursales pero, al tiempo, deberán predecir bienes suficientes para satisfacer a los ceduistas. Como no está claro en la ley, qué créditos y cuantos (como ya hemos indicado) deberán retirarse para los ceduistas y quedará a su discreción, ello puede conllevar problemas.</p> <p>b) En principio, los administradores están destinados a <i>ocupar con su trabajo</i> (la liquidación) lo antes posible, puesto que de lo contrario serían cesados por prolongación indebida de la liquidación (art. 153 LC). Según lo que hemos explicado, la liquidación de las cedúlas puede llegar a ser muy costosa y muy dilatada en el tiempo (teniendo en cuenta que dichos valores deben pagarse cuando se haya estipulado en las condiciones de emisión, art. 154.2 LC). Esto también aconseja que, en alguna fase, se haya cedido todo el negocio globalmente a otra sociedad.</p>
<p>¿Cómo debe gestionarse el negocio de las cedúlas y con qué finalidad?</p>	<p>1. Dependiendo de si el concurso es voluntario o necesario, aunque siempre sujeto a la discreción judicial, el <i>rol de los administradores</i> puede ser de mera intervención o de sustitución de las competencias del concursado sobre sus negocios (arts. 40 y 44.3 LC).</p> <p>2. <i>La actividad empresarial no cesa</i> ni se interrumpe por la declaración de concurso (art. 44.1 LC) pero sí cuando se liquida (art. 145.1 LC). Independientemente de si lo sigue haciendo el concursado o lo hacen los administradores o delegados, el cobro y la gestión de los préstamos hipotecarios de cobertura pueden considerarse como «actos u operaciones propios del giro o tráfico» de esta actividad y que por lo tanto podrían seguirse realizando de manera general (art. 44.2 LC). Parece claro, no obstante, que, por norma general, no podrán concederse más créditos hipotecarios (para que sirvan de cobertura para las cedúlas) hasta la aprobación judicial del convenio o la apertura de la liquidación, aunque el juez puede autorizarlo (art. 43.1 y 2 LC); la misma solución parece ser la adecuada si los administradores decidieran emitir más cedúlas para refinanciar créditos. Los administradores podrán ejecutar los créditos hipotecarios que se impaguen tras el concurso (art. 54.1 LC).</p> <p>Lo específico y complejo de este negocio (ratios, supervisión pública, etc.), así como los requisitos de experiencia, personales y materiales para llevarla a cabo (ejecuciones, cobros, etc.) provocan que los administradores concursales no sean los más adecuados para desarrollarlo por mucho tiempo; deberían ceder todo el negocio a otra entidad lo antes posible.</p> <p style="text-align: right;">...</p>		

<p>.../...</p> <p>¿Puede cederse el negocio de las cédulas y continuarlo otra entidad?</p>	<p>Es la cuestión clave para determinar el comportamiento concursal de las cédulas.</p> <p>Al menos hasta que exista convenio o hasta que se abra la liquidación, la LC no prevé la posibilidad de que se desgaje de la masa activa un grupo importante de activos (créditos hipotecarios) juntamente con la correspondiente masa pasiva (cédulas), dado que se parte del principio de integridad y conservación de la masa activa (arts. 43.1 y 71 LC) y de la continuación del negocio del concursado (art. 44 LC). Naturalmente, no estaríamos ante la continuación «normal» de una entidad de crédito si todo su negocio hipotecario, activo y pasivo, fuese cedido al abrirse su concurso, de manera que entendemos que el juez no lo permitiría, siguiendo el espíritu de la norma (art. 43.2 LC).</p>	<p>Parece posible que por convenio se pueda ceder todo el negocio hipotecario (activo junto a pasivo). Así parece decirlo el artículo 100.2 LC, junto al artículo 155.3 LC (que se refiere a «incluir» los antes de la fase de liquidación). No obstante, no se establecen legalmente reglas específicas sobre cómo debe llevarse a cabo y qué repercusión puede tener sobre el resto de acreedores del concursado.</p>	<p>En fase de liquidación está previsto que puedan enajenarse «bienes y derechos afectos a créditos con privilegio especial» y que el juez pueda autorizar dicha enajenación «con subsistencia del gravamen y con subrogación del adquirente en la obligación del deudor» (art. 155.3 LC).</p> <p>El legislador parece dejar la puerta abierta a la cesión de los créditos hipotecarios de cobertura y que éstos sigan afectos al pago de las cédulas.</p> <p>No obstante, debemos recurrir al carácter de las cédulas como «créditos concursales» para poder aceptar esta cesión en bloque, es decir, debemos optar</p> <ol style="list-style-type: none"> O bien por que cobren según las condiciones de emisión siendo gestionadas por los administradores concursales (en tanto que créditos contra la masa) o bien Que, atendiendo a su carácter de créditos concursales, se cedan globalmente y sigan siendo gestionadas por otra entidad de crédito. No está previsto en la LC que los créditos contra la masa puedan cederse junto a los bienes destinados a su satisfacción (art. 154.2 LC).
<p>Problemas con lo que debe cederse y repercusión sobre otros acreedores con derechos sobre los valores de cobertura</p>	<p>No se plantean estos problemas porque normalmente no se podrá proceder a dicha cesión.</p>	<p>Dado el problema de las cédulas españolas con determinar qué créditos hipotecarios y cuántos están afectos al pago de las cédulas –y por lo tanto podrían cederse sin menoscabar derechos de terceros– y cuales deberían quedarse en la masa activa del concursado, y dada la falta de previsión legislativa al respecto, entendemos que:</p> <ol style="list-style-type: none"> Puesto que recurrimos a la naturaleza de «créditos concursales» de las cédulas para poder proceder a su cesión, debemos entender que sólo podrían cederse aquellos créditos hipotecarios que no estén afectos a la satisfacción prioritaria de otros acreedores especiales del concursado (art. 155.3 LC), ya que deben servir para la satisfacción de éstos. La prioridad temporal la determina el «cumplimiento de los requisitos y formalidades previstos» en la legislación específica de cada crédito (art. 155.3.2 LC) para oponer su garantía a terceros. Así, para los acreedores (sub)hipotecarios de la entidad, la prioridad vendrá determinada por la inscripción registral de la hipoteca (art. 145 LH), mientras que para los bonos vendrá determinada por la fecha de la práctica de la nota marginal en el Registro (art. 13.2 LMH). Las cédulas, como carecen de cualquier publicidad, deberán conformarse con ser cedidas junto a los créditos hipotecarios sobre los que no recaigan esos dos créditos con garantía publicitada. No obstante, entendemos que el juez no debería autorizar esta cesión (art. 155.3.1 LC) si no pudiesen cederse junto a las cédulas al menos una proporción de 111,11% de créditos hipotecarios de cobertura destinados a la satisfacción preferente de las cédulas, siguiendo al artículo 16 LMH que establece los mínimos de cobertura para las cédulas (considera viable un negocio de cédulas siempre que esté cubierto en ese porcentaje). <p>De esta forma, parecen respetarse los derechos de los demás acreedores sobre los créditos hipotecarios de cobertura. Si no pudiese hacerse la cesión global, los cedulistas deberían acogerse a su condición de créditos contra la masa y confiar en el <i>servicing</i> puntual de los administradores concursales.</p>	<p>Dado el problema de las cédulas españolas con determinar qué créditos hipotecarios y cuántos están afectos al pago de las cédulas –y por lo tanto podrían cederse sin menoscabar derechos de terceros– y cuales deberían quedarse en la masa activa del concursado, y dada la falta de previsión legislativa al respecto, entendemos que:</p> <ol style="list-style-type: none"> Puesto que recurrimos a la naturaleza de «créditos concursales» de las cédulas para poder proceder a su cesión, debemos entender que sólo podrían cederse aquellos créditos hipotecarios que no estén afectos a la satisfacción prioritaria de otros acreedores especiales del concursado (art. 155.3 LC), ya que deben servir para la satisfacción de éstos. La prioridad temporal la determina el «cumplimiento de los requisitos y formalidades previstos» en la legislación específica de cada crédito (art. 155.3.2 LC) para oponer su garantía a terceros. Así, para los acreedores (sub)hipotecarios de la entidad, la prioridad vendrá determinada por la inscripción registral de la hipoteca (art. 145 LH), mientras que para los bonos vendrá determinada por la fecha de la práctica de la nota marginal en el Registro (art. 13.2 LMH). Las cédulas, como carecen de cualquier publicidad, deberán conformarse con ser cedidas junto a los créditos hipotecarios sobre los que no recaigan esos dos créditos con garantía publicitada. No obstante, entendemos que el juez no debería autorizar esta cesión (art. 155.3.1 LC) si no pudiesen cederse junto a las cédulas al menos una proporción de 111,11% de créditos hipotecarios de cobertura destinados a la satisfacción preferente de las cédulas, siguiendo al artículo 16 LMH que establece los mínimos de cobertura para las cédulas (considera viable un negocio de cédulas siempre que esté cubierto en ese porcentaje). <p>De esta forma, parecen respetarse los derechos de los demás acreedores sobre los créditos hipotecarios de cobertura. Si no pudiese hacerse la cesión global, los cedulistas deberían acogerse a su condición de créditos contra la masa y confiar en el <i>servicing</i> puntual de los administradores concursales.</p>
<p>¿Cómo debe realizarse el proceso de cesión y quién puede adquirir?</p>	<p>No se plantean estos problemas porque normalmente no se podrá proceder a dicha cesión.</p>	<p>A falta de previsión legal específica de cómo debería realizarse esta cesión –lo que sería completamente deseable–, apuntamos lo siguiente:</p> <ol style="list-style-type: none"> La entidad adquirente debería ser una sociedad habilitada por el artículo 2 LMH a emitir cédulas hipotecarias y debe comprometerse a continuar el negocio según las condiciones de emisión de las cédulas que se encuentran en circulación. Las cesiones de los créditos hipotecarios deberían realizarse siguiendo lo dispuesto en el artículo 149 LH, lo que conllevaría incurrir en multitud de gastos (ejemplo, notariales, registrales, impositivos, etc.) que, en casos de miles de créditos hipotecarios, podrían llegar a provocar que la operación resultase antieconómica. Estos gastos deberían ser, normalmente, a cargo del comprador para no perjudicar al resto de acreedores del concursado, ya que podrían ser considerados como contra la masa (art. 84.2.2, 3 y 9 LC) y se cobrarían antes que los acreedores concursales. A falta de un <i>Trustholder</i> que haya controlado la emisión y vida de las cédulas mediante la supervisión de los créditos hipotecarios de cobertura, nada garantiza la calidad y la cantidad de los créditos hipotecarios disponibles para la cesión. 	<p>A falta de previsión legal específica de cómo debería realizarse esta cesión –lo que sería completamente deseable–, apuntamos lo siguiente:</p> <ol style="list-style-type: none"> La entidad adquirente debería ser una sociedad habilitada por el artículo 2 LMH a emitir cédulas hipotecarias y debe comprometerse a continuar el negocio según las condiciones de emisión de las cédulas que se encuentran en circulación. Las cesiones de los créditos hipotecarios deberían realizarse siguiendo lo dispuesto en el artículo 149 LH, lo que conllevaría incurrir en multitud de gastos (ejemplo, notariales, registrales, impositivos, etc.) que, en casos de miles de créditos hipotecarios, podrían llegar a provocar que la operación resultase antieconómica. Estos gastos deberían ser, normalmente, a cargo del comprador para no perjudicar al resto de acreedores del concursado, ya que podrían ser considerados como contra la masa (art. 84.2.2, 3 y 9 LC) y se cobrarían antes que los acreedores concursales. A falta de un <i>Trustholder</i> que haya controlado la emisión y vida de las cédulas mediante la supervisión de los créditos hipotecarios de cobertura, nada garantiza la calidad y la cantidad de los créditos hipotecarios disponibles para la cesión.

Así pues, los cedulistas tienen tres posibles actuaciones a lo largo del concurso, con ventajas e inconvenientes:

- a) Acogerse a convenio, como otros acreedores privilegiados (art. 134.2 LC). La desventaja de esta opción es que se someterán a las quitas y esperas que queden reflejadas en el convenio y, por lo tanto, difícilmente podrán respetarse las condiciones de emisión (art. 100.1 LC). La ventaja es que se podría negociar en el convenio que todo el negocio de las cédulas junto a los necesarios créditos hipotecarios de cobertura puedan ser cedidos en bloque a otra entidad que podrá seguir el negocio comprometiéndose a respetar las condiciones de emisión (art. 100.2.2 LC).
- b) De abrirse la liquidación del concursado, podrían clamar su condición de acreedores concursales con privilegio especial (art. 14.2.1 LMH) y pretender la cesión en bloque de todo el negocio, subsistiendo la afectación de las cédulas en los créditos hipotecarios cedidos (art. 155.3 LC). En principio, sólo debería admitirse si se asegura una cobertura del 111,11% de las cédulas (art. 16 LMH), de manera que el negocio de las cédulas fuese considerado «sano», al estilo de los §§ 35 y 35a *a sensu contrario* HBG.
- c) Por último, también pueden clamar su condición de créditos contra la masa (art. 14.2.2 LMH), provocando que el *servicing*, según las condiciones de emisión, lo sigan haciendo los administradores concursales hasta la plena satisfacción de todos los cedulistas (art. 154.2 LC). El problema al ser considerados como créditos contra la masa es que los cedulistas de emisiones con vencimiento posterior tienen menos posibilidades de cobrar, atendiendo al artículo 154.3 de la LC, aunque siempre podrían tener la posibilidad de tomar parte en el proceso concursal general de la entidad aunque sin privilegio alguno (lo que sucede en el § 35a HBG). También debe pensarse que la actividad de dichos administradores es limitada en el tiempo (art. 153 LC).

5.2. Las cédulas territoriales en la LC.

El comportamiento concursal de las cédulas territoriales no fue introducido en la LC hasta dos meses antes de ser ésta aprobada, concretamente, mediante la enmienda 343 del Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de *Convergència i Unió*⁷⁴, el cual justificaba su introducción señalando que, de no aceptarse, «la viabilidad de las cédulas territoriales quedaría gravemente perjudicada», con lo que siempre hemos estado de acuerdo⁷⁵.

Se incorporó entonces un segundo apartado a la disposición final decimonovena, por el cual se añade un apartado séptimo al artículo 13 de la LMRSF en el que se recogen los derechos que amparan a los cedulistas territoriales en caso de concurso del emisor. Lo primero que puede dedu-

⁷⁴ Boletín Oficial de la Cortes Generales-Senado de 9 de mayo de 2003, Serie II, Proyectos de Ley, núm. 120 (c), pág. 231.

⁷⁵ Ya hemos visto su situación concursal actual, antes de que entre en vigor la LC.

cirse de su redactado es que su situación concursal se equipara formalmente al de las cédulas hipotecarias, tanto en lo referente al privilegio en tanto que créditos concursales como en lo relativo a su carácter de créditos contra la masa.

A lo largo de la explicación de las cédulas hipotecarias, ya hemos hecho referencia a las territoriales ⁷⁶, pero concretaremos su situación a continuación:

I. Los cedulistas territoriales gozarán del privilegio especial del artículo 90.1.1 de la LC, igual que las cédulas hipotecarias, los créditos hipotecarios y los pignoraticios sin desplazamiento posesorio de la prenda. Dos consideraciones al respecto:

- La equiparabilidad de los valores refinanciadores de créditos a las entidades públicas con las cédulas hipotecarias tiene un antecedente histórico en el comportamiento concursal de las *obligaciones especiales* del artículo 208.1 del CCom. que queda situado, como el de las cédulas hipotecarias, en el artículo 913.3 del CCom. Por lo tanto, parece lógico que se comporten del mismo modo en la nueva LC.
- La colocación de las cédulas territoriales a la altura de las hipotecarias y del resto de créditos privilegiados del artículo 90.1.1 de la LC supone alejar la teoría de que las cédulas hipotecarias se colocan en ese mismo apartado porque su garantía tiene naturaleza real, es decir, (sub)hipotecaria. Porque las cédulas territoriales, desde luego, no la tienen, ya que la garantía de la que gozan es un simple crédito privilegiado (art. 13.4 LMRSF), que carece de toda publicidad y que no tiene carácter de gravamen real, al estilo de los artículos 12 y 13 de la LMH, de manera que una vez el crédito público sale del patrimonio del emisor, queda desafectado del pago de las cédulas territoriales.

II. Se trata a las cédulas territoriales como *créditos contra la masa*, con el mismo régimen que el de las cédulas hipotecarias según el resultado de combinar los artículos 84.2.7 de la LC, 154 de la LC y 13.7 de la LMRSF. Esto conlleva que:

- a) Las cédulas territoriales no vencen al declararse el concurso, al igual que las cédulas hipotecarias (art. 13.7.2 LMRSF). Se seguirán realizando los pagos de principal e intereses siguiendo las condiciones de emisión y hasta la cuantía cubierta por los créditos de cobertura.
- b) Los pagos debidos por amortización de principal y por intereses se irán satisfaciendo, según lo establecido en las condiciones de emisión, de los ingresos por los créditos a los entes públicos que tenga la entidad emisora hasta el importe garantizado por ellos y los valores no se podrán ejecutar hasta que se apruebe un convenio, se abra la liquidación o pase un año desde la declaración de concurso sin que se produzca ni lo uno ni lo otro (art. 154.2 LC).

⁷⁶ *Vid. sup.*

- c) Si no existiesen bienes suficientes para satisfacerlos a todos, cobrarán según el orden de sus vencimientos, atendiendo al artículo 154.3 de la LC. Ello quiere decir que las cédulas territoriales que venzan antes, cobrarán antes, de manera que las emitidas posteriormente o a más plazo tienen más riesgo de resultar impagadas. De ello se desprende también, que las cédulas territoriales emitidas a más plazo deberán afrontar un mayor riesgo de resultar impagadas y, por lo tanto, el riesgo debe compensarse con mayores tipos de interés.
- d) Se nos plantea un último problema, el mismo que con las cédulas hipotecarias, que deriva de la doble condición de las cédulas territoriales de créditos contra la masa (art. 13.7.2 LMRSF) y de créditos concursales (art. 13.7.1 LMRSF). La solución aplicable, para evitar los problemas de vencimiento y riesgo apuntados en la letra anterior y para evitar conflictos con acreedores de la entidad emisora mejor garantizados que estos cedulistas sobre los créditos de cobertura (por ejemplo, los que ostenten prendas sobre dichos créditos, según los arts. 1.864 CC, 13.4 LMRSF y 90.1.6 LC), se debería optar por la misma solución que con las cédulas hipotecarias: tras la apertura de la liquidación, los cedulistas territoriales podrán seguir cobrando capital e intereses de los créditos a los entes públicos afectos, que deberían ser retirados de la masa concursal en un porcentaje del 142,9% respecto del total de cédulas territoriales (las cédulas territoriales en circulación no pueden superar el 70% del importe de los créditos a las entidades públicas, según el art. 13.3 LMRSF), no pudiéndose incluir aquellos créditos especialmente afectos al pago de créditos sujetos a privilegio especial (arts. 154.3 y 155.3.2 LC) y, de resultar insuficientes los créditos retirados, los cedulistas territoriales deberían funcionar ahora como créditos concursales y siguiendo las normas de prioridad del artículo 90 LC: se cobrarán por el orden que marquen las reglas de publicidad de la su garantía, de manera que quedarán relegados por detrás de otros acreedores con garantía publicitada, puesto que su garantía legal carece legalmente de publicidad (art. 13.4 LMRSF y art. 13.7.1 LMRSF).
- e) Con las cédulas territoriales también existe la posibilidad de que se enajene el negocio refinanciador en bloque a otra entidad de crédito habilitada para realizar este tipo de negocio (art. 13.1 LMRSF) según los procedimientos y situaciones que hemos diseñado para las cédulas hipotecarias ⁷⁷, pero atendiendo a la naturaleza de créditos refinanciados como de créditos no hipotecarios. Ello podría ser posible si el negocio refinanciador en bloque fuera solvente, es decir, que el concurso de la entidad de crédito se hubiese abierto debido a otros negocios, las ratios de cobertura legales se hubieran cumplido y si, en definitiva, el negocio refinanciador fuese sano (se ingresase más por créditos hipotecarios que las obligaciones de pagos de cédulas territoriales, las cédulas estuviesen lo suficientemente cubiertas, etc.).

Naturalmente esta nueva regulación supone una gran ventaja respecto a la situación actual de las cédulas territoriales antes de la entrada en vigor de la LC, tal y como la hemos explicado en este estudio.

⁷⁷ *Vid. sup.*

6. REFLEXIONES FINALES Y CONCLUSIONES

El comportamiento concursal tanto de las cédulas hipotecarias como de cédulas territoriales (y bonos hipotecarios) se verá alterado cuando entre en vigor la LC en septiembre de 2004.

Si bien la naturaleza jurídica de la garantía de las cédulas hipotecarias se ha vuelto aún más complicada (resurrección de las hipotecas legales tácitas en el art. 90.2 LC en relación con el art. 12 LMH), sus posibilidades concursales y las de las cédulas territoriales se han visto ampliadas, aunque no equiparadas al completo a las tendencias de sus homólogos europeos. Ambos tipos de cedulistas pueden, abierto el concurso y respecto a los créditos que les dan cobertura, participar en los convenios, conseguir que el negocio refinanciador continúe siendo gestionado por los administradores concursales o que se pase a gestionar en bloque por otra entidad de crédito.

Además, tanto cédulas hipotecarias como territoriales no se consideran ni vencidas ni pagaderas al abrirse el concurso y se siguen pagando principal e intereses según las condiciones de emisión, lo que supone una ventaja para sus inversores porque no corren el riesgo de que se alteren las condiciones de emisión quebrando sus esquemas de ingresos periódicos por amortización de principal e intereses.

No obstante, tras la LC seguirán existiendo o se crearán nuevas carencias respecto a cédulas hipotecarias y territoriales, que resumimos a continuación:

- a) Problemática para articular el funcionamiento concursal de ambos tipos de cédulas dada su *doble condición* de créditos *contra la masa* (art. 84.2.7 LC) y de *créditos concursales* especialmente privilegiados (art. 90.1 LC). No se sabe si realmente las cédulas participan (o pueden participar) en el concurso o si quedan al margen, si ello es optativo en todo momento por los cedulistas o si es el juez quien deberá decidir en cada momento. Aquí hemos elaborado una propuesta para poder conjugar ambas condiciones que, entendemos, no deberían ser alternativas, sino complementarias, como parece apuntar la disposición final 19.^a
- b) *Desaparición de la protección* de los dos tipos de cédulas en caso de concurso *sobre el resto de bienes de la entidad de crédito* que no están afectos especialmente a su satisfacción. Así sucedía en base al artículo 208.2 del CCom. que establecía (y sigue estableciendo) un privilegio para ambos tipos de cédulas sobre el resto del patrimonio del emisor. O sea, gozaban de un privilegio general sobre el resto de bienes del emisor, a parte del especial que afecta a los valores de cobertura (créditos hipotecarios o a los entes públicos en cada caso). Esta preferencia general desaparece con la LC (art. 89.2 en relación con el 91 LC), dándose el caso que dicho privilegio persiste en el CCom. pero desaparece en la LC.
- c) También se detecta la necesidad de esclarecer cuál es la masa de cobertura de ambos tipos de cédulas, es decir, detectar qué créditos hipotecarios están especial y, en su caso, exclusivamente afectos al pago de dichos valores, especialmente en caso de concurso y liquida-

ción de la entidad emisora. Ello se consigue, en otros ordenamientos, mediante el *Registro de Cobertura* (por ejemplo, el alemán *Deckungsregister*). Así, quedaría claro en caso de concurso, qué créditos hipotecarios pueden quedar separados de la masa concursal y pasar a satisfacer en exclusiva a las cédulas territoriales e hipotecarias.

- d) *Falta una regulación específica* de un administrador especializado, al estilo *manager* irlandés o *Sachwalter* alemán, y del mecanismo para la administración, gestión y venta en bloque de las cédulas hipotecarias y créditos hipotecarios para asegurar la continuación de todo el negocio de refinanciación más allá de la liquidación de la entidad emisora.
- e) Persiste la *ausencia de fiduciario* (como el *Treuhänder* alemán o el *cover-assets monitor* irlandés) que aseguraría el cumplimiento por parte de la entidad de crédito de las *ratios* de cobertura de los valores, así como limitar la disposición de los mismos si se contraviniese.
- f) Persistencia de la *doble regulación* tanto para las cédulas hipotecarias como para las territoriales en leyes especiales y, a la vez, en el CCom. Los requisitos para emitir estos valores en sus normas específicas y en el CCom. difieren, así como sus garantías y protecciones. Aunque en algunos casos la legislación específica es más favorable (por ejemplo, se limitan las entidades de crédito que pueden emitir los valores, las *ratios* de cobertura son más estrictas, etc.) a veces sucede a la inversa, como señalamos en el siguiente punto.
- g) Falta de protección de denominación de las cédulas territoriales, a diferencia de lo que sucede con los valores hipotecarios, según el artículo 43.1 del RMH. Ello supone que cualquier valor puede ser denominado comercialmente como «cédula territorial» aunque no siga los parámetros de seguridad y garantía del artículo 13 de la LMRSF. Además, en caso de ejecución singular, persiste la *falta de concreción* en la remisión que realiza el artículo 13.4 de la LMRSF al artículo 1.922 del CC.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO LEDESMA, Carmen, «Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación», *Derecho concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal*, Rafael GARCÍA VALVERDE *et al.* (coord.), Madrid, 2003, Ed. Colex.
- Börsen Zeitung* de 26 de marzo de 2003.
- International Financing Review* de 8 de abril de 2003.
- MOODY'S en *Spanish cédulas hipotecarias. Rating methodology*, abril 1999, www.moody.com
- MOODY'S, *Moody's on European Covered Bonds*, 7th Central European Covered Bond Conference, Berlín, 13-14 octubre 2003.
- 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, 2003.
- NASARRE AZNAR, Sergio, *La garantía de los valores hipotecarios*, Madrid, 2003, Ed. Marcial Pons.
- NASARRE AZNAR, Sergio y STÖCKER, Otmar, «Models d'hipoteca independent en dret comparat. La regulació d'un dret real de garantia independent a Catalunya», *Revista catalana de dret privat*, Vol. 2, 2003.
- NASARRE AZNAR, Sergio, *Securitisation and mortgage bonds. Legal aspects and harmonisation in Europe*, Saffron Walden, 2004, Gostick Hall, en prensa.
- NASARRE AZNAR, Sergio y RIVAS NIETO, Estela, *Patrimonios financieros sin personalidad. Naturaleza jurídica y régimen tributario*, en prensa.
- POVEDA ALARCÓN, Raimundo (Banco de España), *El Mercado hipotecario español: desarrollos actuales*, 1997, www.ahe.es
- PULGAR EZQUERRA, Juana, «Las soluciones al concurso de acreedores: el convenio y la liquidación», *Derecho concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal*, Rafael GARCÍA VALVERDE *et al.* (coord.), Madrid, 2003, Ed. Colex.
- ROCA SASTRE, Ramón M.^a y ROCA-SASTRE MUNCUNILL, Luis, *Derecho hipotecario*, t. IX, 8.^a Edición, Barcelona, 1998, Ed. Bosch.
- STANDARD AND POOR'S en *Research: Spanish cédulas hipotecarias fail to take off*, 22 de febrero de 2001, www.standardandpoors.com
- STÖCKER, Otmar, *Development of Legislation on Covered Bonds in Europe*, 7th Central European Covered Bond Conference, Berlín, 13-14 octubre 2003.
- STÜRNER, Rolf y STADLER, Astrid, *Ergänzende Stellungnahme zum Gutachten «Pfandbriefe und Beleihung in Spanien». Konkursvorrecht für Kommunalobligationen und Behandlung von cédulas territoriales*, Verband Deutscher Hypothekenbanken, enero 2003.