

Este documento está publicado en:

Ramos Muñoz, David. (2012). Transacciones trascendentes. Operaciones fuera de balance, disociación de la propiedad y problemas regulatorios, patrimoniales y de gobierno. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año 31, n. 125, pp. 171-240

# **Transacciones trascendentes. Operaciones fuera de balance, disociación de la propiedad y problemas regulatorios, patrimoniales y de gobierno**

DAVID RAMOS MUÑOZ

Profesor Ayudante Doctor Universidad Carlos III de Madrid

Revista de Derecho Bancario y Bursátil 125

Enero - Marzo 2012

**RESUMEN:** El contenido económico de la personalidad jurídica es crucial para nuestra sociedad, y llevar su lógica un paso más allá permite las operaciones de titulización/financiación estructurada. Sin embargo, con demasiada frecuencia, la regulación de este tipo de operaciones, por su complejidad, se deja de la mano de normas y disposiciones contractuales específicas. Ello impide que nos demos cuenta de lo familiares que son los problemas que plantean estas transacciones, y que aprovechemos el enriquecimiento mutuo entre estas nuevas operaciones y nuestras clásicas estructuras legales. El presente artículo pretende avanzar en esa dirección, dejando fuera el misticismo que rodea a la financiación estructurada y estudiando algunos de sus «verdaderos» problemas patrimoniales, regulatorios y de «gobierno» en un lenguaje legal más cómodo. Se pretende así que el Derecho ayude a comprender mejor la titulización, pero que la titulización ayude a nuestro Derecho a llegar más lejos.

**Palabras clave:** titulización, financiación, estructurada, propiedad, garantía, partición, cesión, recharacterización, rotativa, sintética, preferencia, cambio, agencia, gobierno, crisis, comparado, internacional.

**ABSTRACT:** The economic content of legal personality is crucial for our society; and carrying its logic one step further makes securitization/structured finance transactions possible. Nevertheless, far too often, as a result of their sheer complexity, the regulation of this type of transactions is left to very specific rules and contract provisions. This prevents us from realizing how familiar are the issues raised by them; and from fully taking advantage of the proper cross-fertilization between these new transactions and our «classical» legal structures. The present article tries to move forward in this direction, leaving out the mysticism surrounding structured finance and studying some of its «real» property, regulatory and «governance» problems in a more comfortable legal language. It thus tries to use the law to understand securitization better, but also to use securitization to move our law farther.

**Keywords:** securitization, structured, finance, property, security, partitioning, assignment, recharacterization, floating, synthetic, priority, flip, agency, governance, crisis, comparative, international

## **I. INTRODUCCIÓN. LOS PROBLEMAS TRASCENDENTES Y EL AVANCE DEL DERECHO**

Si el Derecho es un producto del razonamiento humano enfrentado a la resolución de problemas pocos ejercicios puede haber tan enriquecedores para la reflexión jurídica como el planteamiento de un caso complejo. En este sentido, los casos aparentemente más sofisticados y específicos son los que nos obligan a plantear las preguntas más básicas del Derecho. La filosofía del Derecho o *iuris prudentia* se pregunta qué es Derecho<sup>2</sup>), qué valor tienen los conceptos jurídicos<sup>3</sup>), cuál es el rol de los tribunales, y cuál la interrelación entre políticas (policies), principios, reglas<sup>4</sup>), y discrecionalidad<sup>5</sup>), o la relación entre certeza y equidad para garantizar el Estado de Derecho (o la *rule of law*)<sup>6</sup>). Pero este proceso de reflexión surge de la perplejidad del jurista ante los casos complejos, donde soluciones contrapuestas parecen arrancar de construcciones igualmente lógicas y correctamente fundadas en principios de igual o similar peso.

Dentro de los casos difíciles se encuentran los casos «marginales», donde el problema estriba en si un principio o regla se aplica a una situación límite, cuestión de apreciación y muy apegada al caso concreto. Frente a estos se encuentran los casos «fundamentales» o «trascendentes» (pivotal) que concitan la reflexión sobre la naturaleza y sentido mismos del principio o regla, que puede conducir a una revisión de sus fundamentos<sup>7</sup>). Son los segundos los que más contribuyen al avance del Derecho descrito arriba.

El presente trabajo pretende poner de manifiesto la situación de estrés a la que algunos principios y reglas del derecho patrimonial han sido sometidos como resultado de la irrupción de las sofisticadas transacciones financieras consideradas bajo la denominación de «transacciones fuera de balance», como la «financiación estructurada» o titulización. Para algunos, estas transacciones seguramente representan un caso «marginal». En este trabajo se defiende que, por el contrario, se trata, en muchos sentidos, de casos «fundamentales», que cuestionan elementos básicos de nuestro Derecho. En concreto, al constituir un ejemplo básico de separación/partición/disociación patrimonial, la financiación estructurada presenta el terreno perfecto para explorar las consecuencias que dicha separación plantea, tanto desde el punto de vista de la protección jurídico-real de los derechos, como desde el plano de los conflictos de interés, y las interrelaciones entre ambas.

Para mayor claridad se ha dividido este artículo en una primera sección, donde se estudia el fenómeno de la titulización, sus variedades y los incentivos que genera, y se perfila y justifica el objeto de estudio. A continuación vienen otras tres secciones, donde se estudian los problemas específicos generados por la separación patrimonial a la que da lugar la titulización en sus diversas variedades, y los retos que plantean para nuestro Derecho patrimonial, cerrándose el trabajo con una serie de conclusiones.

## II. TITULIZACIÓN: POR QUÉ Y CÓMO

### 1. La importancia económica de la personalidad jurídica

La personalidad jurídica es una de esas cuestiones capaces de suscitar respeto y reverencia o frialdad y distanciamiento por igual entre los juristas. Sea como fuere, existen pocos conceptos tan evocadores en la literatura, y, precisamente por ello, no corresponde a estas líneas el realizar un análisis del mismo<sup>8</sup>). Por el contrario, el interés de estas líneas se encuentra en el estudio de las consecuencias económicas de esta noción, una vez reducida a su mínima expresión.

En este sentido, probablemente el estudio más esclarecedor ha sido el realizado por los profesores Henry Hansmann, Reinier Kraakman y Richard Squire<sup>9</sup>). En su estudio los profesores trabajaron sobre el concepto que los civilistas

denominaríamos «patrimonio separado», y lo asimilamos a la noción de «protección de la entidad» ( entity shielding ), que implica la protección de los activos de la entidad del alcance de los acreedores de los dueños de dicha entidad<sup>10</sup>). Ello comporta dos consecuencias distintas: (1) la regla de preferencia a favor de los acreedores de la entidad respecto de los acreedores de los dueños de ésta; (2) una regla de «protección frente a la liquidación» ( liquidation protection ) de modo que (A) los dueños de la entidad no puedan retirar libremente su participación en los activos, forzando la liquidación total o parcial de la entidad, y (B) los acreedores de dichos dueños no puedan ejecutar sus derechos sobre los activos de la entidad<sup>11</sup>), de modo que se proteja el valor de la misma como «empresa en funcionamiento».

La personalidad jurídica (o las reglas en las que se plasma) se complementa con la responsabilidad limitada; que comporta la regla complementaria: mientras la primera supone la protección de los activos de la entidad de los acreedores de sus dueños, la segunda supone la protección de los activos de los dueños de los acreedores de la entidad; de modo que, con el juego de ambas, se alcanza el objetivo de «separación/división/partición de activos» ( asset partitioning )<sup>12</sup>).

Desde un punto de vista estrictamente económico, la combinación de ambas nociones permite la especialización y el desarrollo de ventajas competitivas de diferentes tipos de acreedores para evaluar la adecuación de (1) los activos de la entidad por un lado y (2) los activos de sus dueños, por otro, para servir de garantía (implícita o explícita) de los diferentes créditos, lo que trae consigo una reducción en el coste de financiación, y, por consiguiente, una mejora en el acceso a los mercados del crédito y de capitales<sup>13</sup>).

## **2. «Partición» de activos y operaciones de titulización/financiación estructurada**

A. De la separación de actividades empresariales a la separación de conjuntos de activos: la titulización o financiación estructurada

Desde el punto de vista convencional del empresario social, la división de activos mediante las normas de protección de la personalidad jurídica y de la responsabilidad limitada facilitan, por un lado, y hacen necesaria, por otro, la presencia de reglas que apoderen a terceros para realizar transacciones que afecten a los activos de la entidad (principio de gestión delegada)<sup>14</sup>). Asimismo, siempre desde este punto de vista, la lógica de la separación patrimonial puede aplicarse igualmente a las diferentes líneas de negocio o ramas de actividad de la empresa, permitiendo a los acreedores una especialización cada vez mayor en la evaluación de la capacidad crediticia de las diversas actividades, con la consiguiente reducción del coste de financiación debido a la reducción de la prima de riesgo asociada a la incertidumbre.

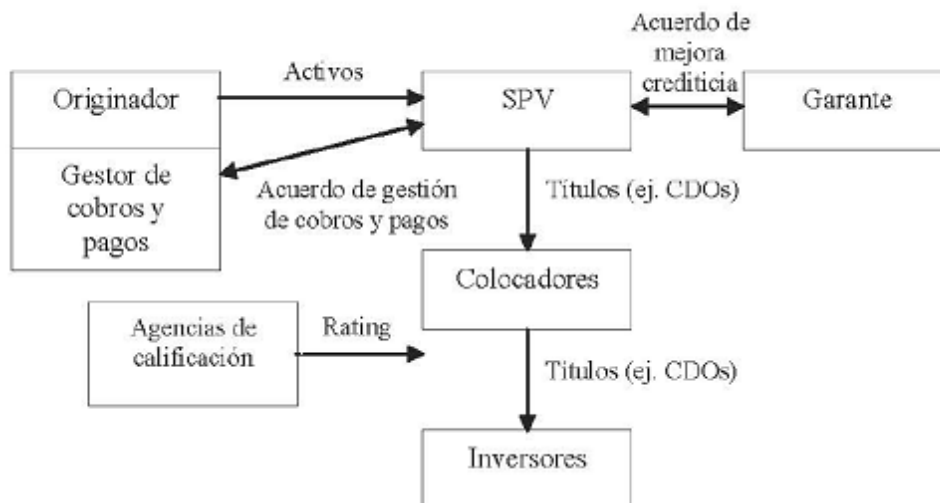
Sin embargo, junto a la lógica «empresarial» de aplicar la separación/partición de activos a líneas de negocio o ramas de actividad puede utilizarse una lógica «patrimonial» para aplicarla simplemente a grupos de activos con capacidad de generación de efectivo, sin necesidad de que exista una actividad empresarial para dicha generación. Ésta es, de hecho, la lógica que se aplica en las operaciones garantizadas con hipoteca o arrendamiento financiero. Llevando dicha lógica un paso más allá, es posible utilizar la personalidad jurídica (o, más bien, las reglas de protección patrimonial derivadas de la misma) para aislar una serie de activos, de modo que las líneas de demarcación queden aún más claras que en el caso de una operación con garantía. Éste es el punto de partida de la titulización ( securitization ), y las transacciones de financiación estructurada ( structured finance ) o crédito estructurado ( structured credit ).

B. La clásica «titulización de efectivo» o de flujo de caja ( cash securitization )

En la operación tipo de titulización (denominada en la jerga financiera «titulización de efectivo», o «cash securitization» ) todo el proceso comienza con una sociedad («originador» o «sponsor») que posee un paquete de activos (típicamente, una entidad de crédito con una cartera de préstamos hipotecarios, créditos de tarjetas, o, incluso, obligaciones de empresa). Dicha sociedad puede desear (1) incrementar su liquidez, (2) reducir las exigencias de capital por aplicación de la regulación bancaria; o (3) obtener un beneficio de la venta de dichos activos.

Para ello, generalmente con el asesoramiento de intermediarios financieros (típicamente, bancos de inversión), la entidad originadora creará el denominado «vehículo de propósito específico» ( special purpose vehicle o SPV ) o «entidad de propósito específico ( «special purpose entity» o SPE ), para lo cual se elegirá, generalmente, (1) la forma de sociedad de capital (típicamente una corporation ) o (2) la forma de trust<sup>15</sup>). Esta denominación tiene sentido si consideramos que los estatutos (o el deed of trust ) que la constituyen especifican sus actividades hasta el punto de restringirlas a la adquisición de los activos, por un lado, y a la emisión de títulos con distintas denominaciones según el tipo de transacción ( Asset-Backed Commercial Paper (ABCP), Collateralized debt Obligations (CDOs) , etc). Los títulos emitidos por el SPV son colocados en el mercado por los «colocadores» (típicamente, bancos de inversión) y adquiridos por los inversores, para lo cual habrán recibido la correspondiente calificación crediticia por parte de una de las agencias de calificación reconocidas por el mercado y los reguladores (Moody's, Standard&Poors o Fitch).

A pesar de que la titularidad de los activos recae en el vehículo, el mismo carece de la infraestructura necesaria para hacerse cargo de los mismos y asegurar su rendimiento. Pensemos en una cartera de préstamos hipotecarios, donde es precisa la existencia de un servicio de gestión de cobro; o de cualquier tipo de derecho que genera una obligación de pago, cuyo efectivo debe canalizarse a través de las correspondientes cuentas bancarias hasta llegar a los inversores. Para ello se suscriben acuerdos de gestión de cobro y de efectivo ( «servicing agreements» ) típicamente con el propio originador, que es el que posee un mejor conocimiento de los activos (y los deudores). Asimismo, para suplir tanto la posible descoordinación entre cobros y pagos como para cubrir las posibles necesidades de efectivo más permanentes se suscriben acuerdos de mejora crediticia, en virtud de los cuales el garante se compromete a adelantar los fondos necesarios, o a recomprar algunos de los activos subyacentes, para así evitar impagos parciales a los inversores, función (la de garante) que también suele asumir el originador/sponsor. En conjunto, la estructura de la transacción es la siguiente:



### C. Otras variedades de titulización: la titulización «sintética» y la «titulización de negocio»

Con la lógica de la «separación/partición de activos» presente, las posibilidades que la misma ofrece son casi ilimitadas, de modo que sólo podemos limitarnos a ofrecer algún otro ejemplo representativo, como es el caso de la denominada «titulización sintética» ( synthetic securitization ), o la «titulización de negocio» ( whole business securitization ).

#### a. Titulización sintética

Comenzando por la primera, el quid de la cuestión en la titulización sintética se encuentra en el modo de separación del riesgo patrimonial asociado a los activos. En el modelo tradicional («titulización de efectivo») riesgo y propiedad iban de la mano, de modo que la transmisión del primero se lograba mediante la transmisión de la segunda (mediante cesión de créditos, novación, etc.).

En la titulización sintética los activos cuyo riesgo se tituliza, y denominados «Obligaciones de Referencia» ( Reference Obligations ) continúan siendo propiedad de la entidad originadora, y la transmisión del riesgo asociado a dichos activos se realiza mediante la suscripción de un derivado financiero con la SPV. Para ello la SPV emite una serie de títulos (típicamente denominados Credit Linked Notes o CLNs ) con diferentes niveles de preferencia (ej. «súper senior» , «senior», «mezzanine», «junior» )<sup>16</sup>). El efectivo obtenido de la emisión se utilizará para adquirir una cartera de activos libres de riesgo [generalmente bonos del Tesoro Americano ( Treasury Bills ) o similares] que se depositarán en una cuenta gestionada por un tercero<sup>17</sup>), y gravado con un derecho de garantía mobiliaria<sup>18</sup>) a favor de la Contraparte, y otro a favor de los inversores<sup>19</sup>).

Con el respaldo de estos activos la SPV suscribirá un contrato de «derivado de crédito» ( credit derivative ) específicamente concebido para el caso (de modo que será de los denominados «negociados en mostrador» o «over-the-counter» ) con la denominada «Contraparte del Swap» ( Swap Counterparty ), normalmente una entidad del grupo del sponsor. El contrato derivado será, típicamente, un «swap de impago de crédito» o credit default swap ( CDS )<sup>20</sup>). El efecto de este derivado

es el siguiente: mientras todo transcurra sin incidencias los inversores recibirán, por un lado, los pagos periódicos de los activos libres de riesgo depositados en la cuenta; y, por otro, el pago por la Contraparte de una serie de cantidades (primas, o premiums ) que, normalmente, se corresponderán con el exceso de pago de las Obligaciones de Referencia sobre el pago de los activos libres de riesgo depositados en la cuenta (de modo que, en la práctica, recibirán un pago equivalente al resultante de las Obligaciones de Referencia).

La cuestión definitoria tiene lugar cuando en la cartera de Obligaciones de Referencia tiene lugar un deterioro significativo, consistente en el impago de un porcentaje elevado de las mismas, la reducción del margen de efectivo respecto de las obligaciones, o la rebaja (por debajo de un determinado nivel) de la calificación crediticia. En todo caso, debe tratarse de eventualidades que se encuentren contempladas como una «circunstancia de crédito», o «circunstancia de ejecución» ( «Credit Event» o «Enforcement Event» ) en los documentos contractuales de la transacción. Siendo así, la Contraparte podrá hacer valer su derecho sobre los activos depositados en la cuenta, tomando posesión de los mismos; y, al tiempo, deberá transmitir las Obligaciones de Referencia, o su equivalente en efectivo, a la SPV, a beneficio de los inversores<sup>21</sup>). En el caso opuesto; es decir, que sea la Contraparte (u otra entidad contemplada en los documentos contractuales) la que incumpla sus obligaciones de pago, serán los inversores (generalmente a través de un trustee <sup>22</sup>) los que ejecuten la garantía y tomen posesión de los activos libres de riesgo.

## **b. Titulización de negocio**

El caso de la «titulización de negocio» ( whole business securitization ) supone una aplicación de la «división de activos» (mediante las reglas propias de la personalidad jurídica y la responsabilidad limitada) a medio camino entre la «lógica empresarial» (de separación de líneas de negocio y ramas de actividad) y la «lógica patrimonial» (de separación de conjuntos o carteras de activos).

En la titulización de negocio, utilizada para (re)financiar una actividad operativa una institución financiera otorga al sponsor un préstamo garantizado mediante un derecho sobre los activos afectos a dicha actividad (y los flujos de efectivo, presentes o futuros) generados por dicha actividad. Este préstamo se transfiere al vehículo; el cual emite los correspondientes títulos; junto con la garantía. Dada la naturaleza de la operación, donde el sponsor debe seguir operando el negocio para generar el suficiente efectivo para pagar la deuda, no se otorga al vehículo la propiedad de los activos; sino un derecho real de garantía (esto es, limitado), suficiente para asegurar el cobro<sup>23</sup>). En caso de concurso del sponsor el derecho aplicable a la transacción debe permitir la toma de control del negocio por parte de una persona (o entidad) que actúe para el beneficio exclusivo de los inversores<sup>24</sup>).

## **3. Titulización y partición de activos en los países civilistas. El modelo «normativizado» de financiación estructurada**

Lo expuesto hasta ahora recoge, si bien de manera sucinta, algunos de los elementos más destacables de la práctica titulizadora de los países anglosajones, donde esta práctica ha sido más popular. Sin embargo, no es difícil observar que, de modo recurrente, dichas estructuras descansan sobre la figura del trust; cuya validez es objeto de gran controversia en el Derecho de los países civilistas, cuando no anatema. Las objeciones han estado tradicionalmente asociadas a la teoría de la causa<sup>25</sup>), al principio de numerus clausus <sup>26</sup>), o al carácter indivisible del derecho de propiedad<sup>27</sup>). En la actualidad se observa desde hace tiempo una tendencia hacia la admisión de esta figura, primeramente por las jurisdicciones civilistas

que, a su vez, se encuentran insertas en jurisdicciones anglosajonas (caso de Louisiana, o Quebec)<sup>28</sup>); después en países que poseen intensos lazos comerciales con países anglosajones (caso de México, o en general, de los países latinoamericanos)<sup>29</sup>), y, finalmente, en países civilistas «de núcleo duro» (caso de Francia, con su reciente modificación del Código civil para introducir la figura de la fiducia<sup>30</sup>); o de Italia, con la reforma del Código civil en materia de patrimoni destinati o finanziamenti destinati )<sup>31</sup>), seguidas por la evolución paralela del entorno legislativo internacional, con la firma de la Convención de La Haya sobre Ley Aplicable al Trust, y su Reconocimiento<sup>32</sup>).

Sin embargo, el propio término «tendencia» implica un movimiento o trayectoria, lo que, a su vez, indica que aún no se ha alcanzado el punto de destino, con la normalización de la figura, de modo que pueda utilizarse con la misma naturalidad que el derecho de prenda o la cesión de créditos. Generalmente las reformas adoptadas siguen contemplando al trust o figura similar como una estructura excepcional, que debe ser empleada para fines específicos, lo que genera gran incertidumbre sobre su uso en supuestos fuera de la norma.

Ello ha conducido a que la adopción de la titulización en el mercado haya debido venir precedida de la promulgación de normas específicas que doten a la propia transacción (no sólo a la estructura de los derechos sobre los activos) de carta de naturaleza. Tal es el caso de las diversas «leyes de titulización», presentes en España<sup>33</sup>), Francia<sup>34</sup>), Italia<sup>35</sup>), Luxemburgo<sup>36</sup>) o Portugal<sup>37</sup>). Lo interesante de estas normas reside en el difícil equilibrio que deben alcanzar, por un lado, entre la dimensión civil «patrimonial» que desean cubrir (y que justificó la necesidad de su aprobación en primer lugar) y la dimensión administrativa reguladora; y, por otro, entre el propósito «habilitante» o «facilitador» de la transacción, que imbuye su contenido, y el fin «restrictivo» o limitador, que siempre se encuentra presente en toda normativa que regule instituciones, productos, servicios o mercados financieros (sometidos al principio de limitación de actividades y régimen de autorización).

Las estructuras propuestas por las normativas referidas arriba varían fundamentalmente en torno a tres elementos: (1) la naturaleza del vehículo que permite la división de activos; (2) la presencia o no de un gestor del vehículo; o (3) la regulación o no del rol del depositario. En relación con el primer aspecto, (1) las normas contemplan vehículos de naturaleza societaria o fondiaria (trust). Lo primero es la opción principal en Italia<sup>38</sup>), y una posibilidad en Francia, Luxemburgo o Portugal<sup>39</sup>). Lo segundo es la única opción en España<sup>40</sup>), mientras que los países que reconocen los vehículos de tipo societario también reconocen la posibilidad de utilizar fondos de titulización<sup>41</sup>). En relación con el segundo aspecto, (2) la ausencia de gestión externa, a través de una sociedad gestora, es la opción principal en Italia<sup>42</sup>), y una opción posible en Luxemburgo o Portugal<sup>43</sup>). La presencia de una sociedad gestora (siguiendo el modelo de las instituciones de inversión colectiva para la titulización) es la única opción que contemplan las normas española y francesa<sup>44</sup>), y una posibilidad en Italia, Luxemburgo y Portugal<sup>45</sup>). En relación con el tercero de los aspectos, (3) la figura del «depositario» como entidad expresamente contemplada es una característica de las normas francesa y portuguesa<sup>46</sup>), mientras que la misma se haya ausente de las normas española, italiana o luxemburguesa.

Con esta situación las diversas normas responden de modo afirmativo a la pregunta básica de si la titulización es posible en los países civilistas. Sin embargo, dejan sin responder un buen número de preguntas. Una de las más importantes es si resulta posible efectuar una operación de titulización fuera del marco de la norma; por ejemplo utilizando un vehículo de tipo societario o fundiario no registrado como vehículo de titulización ante el correspondiente organismo



regulador, o, incluso, constituido en el extranjero (una sociedad irlandesa, o un trust en las Islas Caimán), y cuáles serían las consecuencias en caso de una respuesta negativa. Este tipo de preguntas se han vuelto cada vez más perentorias una vez demostrada la íntima conexión entre las operaciones de financiación estructurada y la crisis que estuvo a punto de destruir el sistema financiero global entre 2007 y 2009.

#### **4. Financiación estructurada, separación patrimonial y crisis**

##### **A. Relaciones «micro» con consecuencias «macro»: titulización y crisis financiera**

En principio la titulización es una operación de naturaleza relativamente aséptica: existen una serie de activos, o de riesgos asociados a dichos activos, que se quieren transferir a una serie de personas que están dispuestas a asumir los activos/riesgos a cambio del rendimiento que traen consigo. Es más, la titulización trae consigo efectos beneficiosos para el sistema financiero (principalmente bancario) en su conjunto. En una situación sin titulización cada entidad de crédito debe soportar el riesgo asociado a su cartera de activos, la cual, generalmente, tendrá una elevada concentración geográfica y por tipo de cliente. Esta concentración incrementa la correlación entre los activos, de modo que será más fácil que se produzca un impago generalizado de los mismos, con el consiguiente riesgo de concurso de la entidad, lo que afectaría a la estabilidad del sistema bancario en su conjunto.

Frente a este escenario, la titulización permite la división del riesgo asociado a los activos en pequeñas participaciones que, a su vez, pueden distribuirse entre otras muchas entidades, incrementando la mayor dispersión del riesgo, de modo que, en la hipótesis de una crisis concentrada geográficamente, por ejemplo, todas las entidades sufrirían pérdidas (leves o significativas), pero ninguna se situaría al borde del concurso, preservándose la integridad del sistema interbancario y financiero en su conjunto.

Esta hipótesis, sin embargo, asume la inexistencia de influencia entre la transmisión de riesgos por parte de las entidades titulizadoras, y los incentivos de estas entidades. Si se piensa por un instante, en un modelo de banca tradicional, sin titulización las entidades de crédito conceden crédito y lo mantienen en su balance hasta su cancelación (modelo denominado de «originar para mantener» u «originate to hold»). En un modelo con titulización donde las entidades conceden crédito para luego distribuirlo en el mercado (originate to distribute) dichas entidades no sólo titulizan, sino que saben que van a titulizar, y son conscientes de la imposibilidad de que los inversores realicen un estudio o supervisión periódica tan pormenorizados del deudor. Generalmente, al menos en Estados Unidos, el mercado secundario confiaba en el denominado «FICO score» o calificación crediticia del concreto prestatario, considerando «aptos» para titulizar los préstamos concedidos a solicitantes por encima de una determinada calificación, y «no aptos» a los préstamos concedidos a solicitantes por debajo<sup>47</sup>).

En este escenario, la tentación era demasiado fuerte para muchas entidades. Mientras que en una situación sin titulización la entidad no se conformaría con la calificación crediticia del solicitante, sino que pediría la justificación de ingresos estables (ej. mediante la presentación de nóminas) activos o avales, todas estas precauciones resultaban en un coste fijo e irre recuperable en una situación donde el préstamo podía transmitirse al mercado secundario de todas maneras. La situación de riesgo moral resultaba muy clara: la decisión de «supervisar/no supervisar» quedaba en manos del originador; las consecuencias negativas, del lado de los inversores.

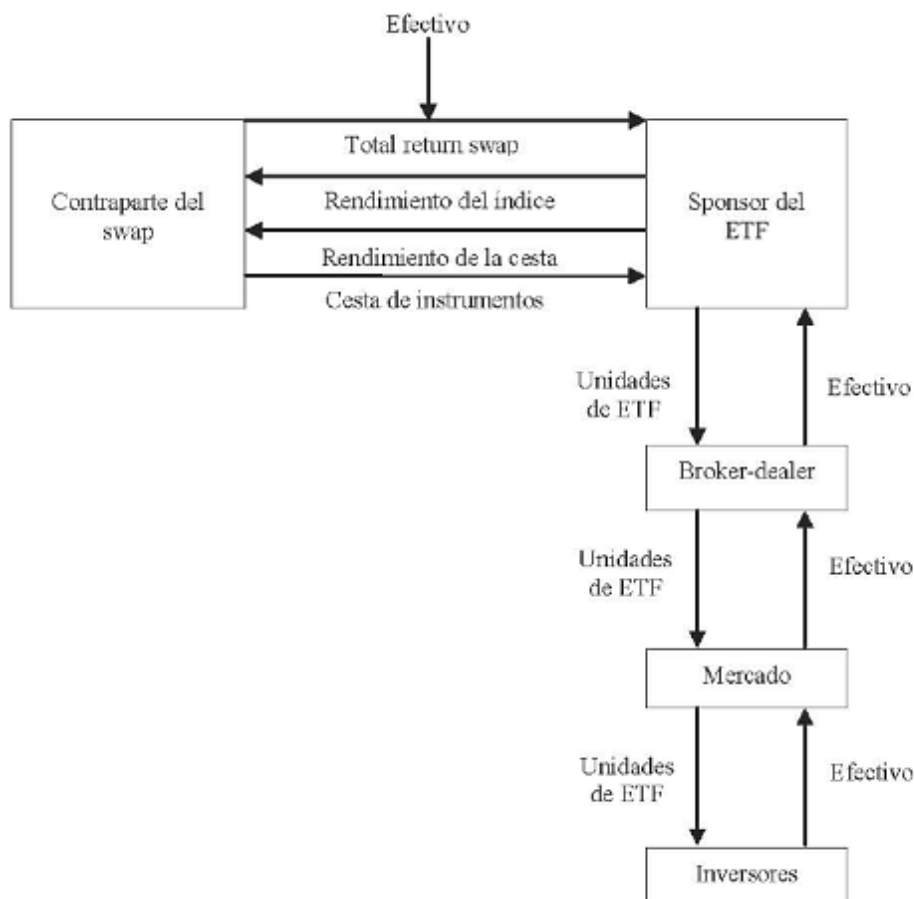
Los estudios empíricos parecen demostrar que la titulización disparó la concesión de préstamos «aptos para ser titulizados»; es decir, por encima de una determinada calificación FICO con independencia de si estaban correctamente documentados<sup>48</sup>). De hecho, muchos de esos préstamos se concedieron con una baja o nula documentación<sup>49</sup>). Finalmente, los préstamos inmediatamente por encima del nivel «apto» tuvieron un nivel de impago superior al de los préstamos inmediatamente por debajo, cuando la diferencia en la calificación FICO habría sugerido lo contrario<sup>50</sup>).

Es decir, aunque existe información cualitativa que permite estimar de modo mucho más fiable la capacidad crediticia de un deudor, un gran número de bancos renunció a la tarea de exigir y procesar esta información, en detrimento de los intereses de los inversores y del mercado en su conjunto. Y ello debido a los incentivos generados por la disociación entre quienes ostentaban los derechos económicos (beneficio y riesgo) de los activos (préstamos hipotecarios) y quienes controlaban el proceso de creación de dichos activos (su concesión).

## **B. La persistencia de los incentivos: Exchange-traded products; ¿el siguiente capítulo de la saga?**

La presencia de la crisis financiera, bien palpable aun a día de hoy en las economías y las conciencias de los países occidentales, debería resultar suficientemente disuasoria para comportamientos irresponsables. Sin embargo, los incentivos tienen como característica el ser persistentes, y la ley de los grandes números predice (casi siempre con acierto) que, dados los incentivos adecuados, una parte de los actores sometidos a ellos se comportarán de manera oportunista. Y la situación de agencia, con la separación entre propiedad (o su beneficio económico) supone la madre de todos los incentivos. Ciertamente el mercado de la titulización, al no atravesar por su momento más álgido en cuanto a reputación, es poco propenso a los abusos, sometido como está a un intenso escrutinio público y privado. Pero otros sectores han pasado a estar de moda, como es el caso de los denominados «exchange traded products» <sup>51</sup>).

Al igual que en el caso de la titulización, los orígenes de estos productos son simples, modestos y benignos: son los «fondos índice», cuyo rendimiento «replicaba» el de los valores de un índice (mediante la adquisición de dichos valores o mediante contratos de derivados), permitiendo a inversores minoristas diversificar su cartera con un coste bajo<sup>52</sup>). Sin embargo, su expansión ha dado lugar a una enorme variedad de fondos con diferentes estrategias inversoras y grados de apalancamiento. Asimismo, el uso de contratos de derivados permite asumir riesgos sin haber adquirido los valores; valores que, por si hubiera dudas, son frecuentemente ilíquidos. Siendo la falta de liquidez y el apalancamiento ingredientes ya conocidos, y con frecuencia precursores de situaciones de inestabilidad no es de extrañar que los Exchange - traded products fuesen objeto de tratamiento específico en documentos de trabajo del Financial Stability Board (FSB)<sup>53</sup>), el Bank of International Settlements (BIS)<sup>54</sup>), así como en el Informe de Estabilidad Financiera Global del Fondo Monetario Internacional<sup>55</sup>). Las estructuras sintéticas presentes actualmente en el mercado responden a un esquema similar al siguiente:



El sponsor del ETF (ej. Barclays Global Inv) suscribe un derivado tipo total return swap con la contraparte, típicamente su sociedad matriz (ej. Barclays). En virtud de este swap el sponsor entrega efectivo, y la contraparte una cesta de instrumentos (normalmente, valores mobiliarios como acciones y bonos) pero, al mismo tiempo, la contraparte se compromete a pagar el rendimiento del índice pactado, mientras que el sponsor lo hace a pagar el rendimiento de la cesta. Para financiar la operación, el sponsor transmitirá a un participante en el mercado (un bróker, dealer, o, en general, los denominados market makers ) a cambio de efectivo las unidades del ETF, que dan derecho a percibir el rendimiento del índice; y estos, a su vez, operarán con estas unidades en el mercado secundario (no olvidemos que la «T» de ETF es indicativa de «traded» ), haciéndolas llegar a los inversores. Los activos que componen el índice y los que componen la cesta no tienen por qué ser iguales ni similares, desfase que puede dar lugar a comportamientos oportunistas, o, simplemente, susceptibles de engendrar riesgos de liquidez e inestabilidad<sup>56</sup>).

## 5. **Ámbito del trabajo: problemas patrimoniales, regulatorios y de gobierno**

### A. **El ámbito del presente trabajo**

En la situación posterior a la crisis financiera, se dan dos elementos que justifican el objeto de análisis del presente estudio. Por un lado, se ha incrementado el número de concursos y crisis patrimoniales de entidades, financieras y no financieras. Por otro, la titulización, y en general, los mecanismos de división/partición patrimonial, han adquirido un cierto estatus como transacciones sospechosas. Ello se debe, por un lado, a su asociación con la crisis financiera, como se describe más arriba; y, por otro, probablemente, a su complejidad y sofisticación, y a su desconocimiento por parte de jueces y tribunales (sin que hasta la fecha los operadores financieros hayan hecho una gran labor de promoción para demostrar el carácter «neutro» de estas transacciones).

En los siguientes apartados examinaremos los problemas concernientes a la «partición de activos» resultante de la financiación estructurada. Con independencia del método expositivo empleado, las cuestiones giran siempre a los mismos tipos de problemas de «convivencia»: (1) por un lado, la convivencia de normas específicas de tipo «regulatorio» o «reglamentista» que se engastan en nuestro Derecho para bendecir, prohibir o controlar determinados tipos de transacciones, con los principios generales del ordenamiento, aplicables a transacciones equivalentes; (2) la convivencia de distintos derechos detentados por distintas partes sobre un mismo objeto; y (3) la convivencia en dicho objeto de los intereses económicos de una parte, y las potestades de gestión de otra parte.

Esta triple convivencia muestra una realidad de la titulización que no siempre resulta evidente. De entrada, es cierto que los problemas de base a los que la titulización debe hacer frente son patrimoniales (cómo opera en efecto la separación patrimonial, especialmente en conflicto con otros acreedores, cuando conviven los derechos de varias partes sobre unos mismos activos) y ellos constituyen el hilo conductor de la presente exposición. Pero hablar de «problemas patrimoniales», desde la torre de marfil de los principios y reglas generales de Derecho común en materia de propiedad, cesión y garantías, supone análisis unidimensional de eficacia reducida. Por un lado, es necesario poner estos principios en el contexto regulatorio específico, pues, como se verá, tales normas regulatorias poseen un fuerte contenido jurídico-privado, y afectan a materias cruciales de naturaleza patrimonial. Por otro, es necesario relacionar los principios y reglas que determinan la distribución y asignación de los derechos de propiedad y de garantía con los mecanismos de ejecución y control y «gobierno», entendido en sentido amplio; los cuales, en la práctica, garantizan la virtualidad práctica de tales derechos. El objetivo del presente trabajo es el de analizar los problemas patrimoniales, al tiempo que se trata de apuntar las interrelaciones entre estos y las cuestiones de regulación, gestión y gobierno.

## **B. ¿Es relevante el presente trabajo? La aplicación del Derecho español a transacciones sofisticadas**

### **a. La relevancia interna: la titulización en España**

Antes de proceder al análisis de los problemas que este tipo de transacciones pueden plantear para el Derecho concursal español es necesario responder a una objeción preliminar; la cual, formulada a modo de pregunta sería «pero, este problema ¿es realmente relevante para el Derecho español?». Esta objeción, a pesar de ser simple (o quizás precisamente por ser simple) resulta muy insidiosa, además de recurrente siempre que se decide analizar una cuestión novedosa y compleja que ya ha tenido repercusiones en la jurisprudencia comparada, típicamente anglosajona. La tendencia natural es a rechazar estos problemas de «alquimia contractual» como propios de sistemas más sofisticados, o con mayor fijación por lo complejo, por oposición al sistema español, más tradicional y con los pies en el suelo.

Quienes planteasen esta objeción podrían sorprenderse al conocer que España es uno de los mayores mercados europeos de titulización. En los años previos a la crisis era el segundo en tamaño sólo detrás de Gran Bretaña<sup>57</sup>). La titulización ha sido y es, pues, una realidad muy presente en el panorama bancario y financiero español.

Aun así, no deja de ser cierto que la titulización que ha tenido lugar en nuestro país ha sido, casi en su totalidad, titulización de efectivo, la versión más «clásica»; dejando de lado otros formatos más sofisticados<sup>58</sup>). De hecho, aun cuando el porcentaje del mercado de titulización español ha sido elevado respecto del

Europeo, dicho porcentaje se incrementa si se tiene en cuenta el domicilio de la entidad sponsor, y no el lugar de la transacción<sup>59</sup>). Ello significa que, aunque las entidades españolas titulizan en España, también lo hacen, y en grandes volúmenes, en el extranjero; en particular cuando la transacción posee elementos sofisticados, como por ejemplo una transacción sintética.

## **b. La relevancia exterior: el ámbito territorial de las normas españolas**

Es decir, la objeción inicial persistiría, si bien matizada: los problemas de estas transacciones son relevantes para el Derecho español sólo en el caso de titulaciones de efectivo; pero no en el de las transacciones más sofisticadas, las cuales siguen siendo una cuestión para otros ordenamientos.

La admisión de la relevancia de los problemas de la titulación de efectivo para el Derecho español ya supone admitir la mayor; esto es, la necesidad de que las herramientas del Derecho tal como lo conocemos se adentren en terreno desconocido. Como veremos posteriormente, lejos de constituir la transacción mecánica que se nos describe en la literatura más transaccional, las dudas y problemas jurídicos son numerosos y de difícil resolución<sup>60</sup>). Pero es que, además, cabe negar también la menor. A pesar de desarrollarse en buena medida en el extranjero, transacciones como las titulaciones de negocio y sintética son (o pueden ser) relevantes para nuestro Derecho.

Y ello por una razón muy sencilla. Las partes (principalmente la entidad sponsor) pueden controlar la localización de elementos de la transacción como el vehículo (ej. utilizando una SPV irlandesa, luxemburguesa u holandesa, o, incluso, un trust en Estados Unidos o las Islas Caimán), los colocadores (que pueden ser entidades inglesas o estadounidenses) o el depositario. Pero dichas estructuras muy difícilmente pueden trasladar al extranjero elementos como la entidad sponsor o los activos. Así pues, la pregunta insidiosa que queda en el aire es si las partes de la transacción tienen potestad plena para decidir el Derecho aplicable a la misma.

En materias de naturaleza contractual rige el principio de autonomía de la voluntad en la selección del Derecho aplicable<sup>61</sup>). No obstante, ello no es así en el Derecho concursal, donde la determinación de la jurisdicción y ley aplicable depende, para empezar, de si el modelo adoptado en el país es «territorial» (los jueces del Estado son competentes sobre, y su Derecho concursal aplicable a los activos y acreedores situados dentro de sus fronteras) o «universal» (un solo tribunal y un solo Derecho resulta aplicable a todo el procedimiento concursal)<sup>62</sup>). Una perspectiva «territorial» tendría en cuenta si los activos están «situados» en nuestro territorio.

Aun cuando se adopte una perspectiva «universal», como la que acogen, hasta cierto punto, el Reglamento comunitario de Insolvencia (y las Directivas sobre Insolvencia de Entidades de Crédito y de Entidades Aseguradoras)<sup>63</sup> y la Ley Concursal española (artículos 199 y siguientes) ello no significa que las partes de la transacción tengan el control sobre la jurisdicción y ley aplicable al concurso. Ambas se determinan con arreglo al lugar donde el deudor concursado tenga su «centro de intereses principales»<sup>64</sup>). Ello supone que la Ley española sería aplicable, en principio, si la entidad sponsor entrase en concurso.

En caso de concurso de la SPV la pregunta sería algo más compleja de responder. Una de las características de muchas transacciones de titulación consiste en que los documentos constitutivos (escritura de constitución y estatutos, articles of incorporation, deed of trust, etc.) están diseñados de modo que la entidad no entre en concurso<sup>65</sup>). Por ello, una primera duda sería si los procedimientos de liquidación de activos predeterminados en los documentos de la transacción podrían considerarse como de «concurso» o «insolvencia» a los efectos de

determinar jurisdicción y ley aplicable (una interpretación teleológica de las normas podría indicar que sí)<sup>66</sup>). Superado este problema, la competencia territorial y ley aplicable se determinan con arreglo al lugar donde se encuentre el «centro de intereses principales» (COMI)<sup>67</sup>, lo que plantea una segunda duda: ¿dónde se entiende localizado el COMI de una SPV? De acuerdo con los preceptos del Reglamento, Respecto de las sociedades y personas jurídicas, se presumirá que el centro de los intereses principales es, salvo prueba en contrario, el lugar de su domicilio social, lo que avalaría la capacidad de las partes de seleccionar la jurisdicción y ley aplicable, en la medida en que tengan control sobre el lugar de domicilio de la SPV. No obstante, de acuerdo con los considerandos del Reglamento,

El centro principal de intereses debería corresponder al lugar donde el deudor lleve a cabo de manera habitual administración de sus intereses y que, por consiguiente, pueda ser averiguado por terceros <sup>68</sup>).

Así pues, en el caso de una SPV ¿el COMI se encontraría en su domicilio social, o bien en el domicilio de la entidad sponsor, donde en muchos casos se encontrarán todos o la mayoría de sus activos, así como las entidades de servicing y gestión de caja, etc.? La jurisprudencia doméstica ha interpretado este concepto en un modo que ha tendido a otorgar competencia a los tribunales nacionales, y a aplicar el Derecho nacional<sup>69</sup>).

La jurisprudencia comunitaria, en el caso Eurofood, mostró una inclinación inicial por parte del tribunal hacia una interpretación formalista del concepto de COMI, otorgando la jurisdicción sobre una filial-vehículo emisora de títulos de deuda a los tribunales del país de su domicilio (Irlanda) en defecto de los del país de domicilio de la matriz (Italia)<sup>70</sup>). No obstante, no deja de ser cierto que, en el caso Eurofood (con el concurso de Parmalat de fondo), pudo influir en la decisión del TJCE que la asunción de competencia por los tribunales italianos se realizó de modo posiblemente brusco y sobre la base de una disposición sobre consolidación de procedimientos que, quizás, no tenía suficientemente en cuenta la personalidad jurídica separada de las entidades de un mismo grupo ni la diversidad de jurisdicciones (se trataba de una disposición más concebida para procedimientos nacionales)<sup>71</sup>), por lo que serían precisas más decisiones para alcanzar una conclusión definitiva.

En todo caso, fuera del ámbito de las normas comunitarias, pero dentro del de la insolvencia internacional, destaca la interpretación que han realizado los tribunales estadounidenses sobre la norma concursal de este país (que adopta la Ley Modelo de la CNUDMI sobre Insolvencia Transfronteriza) en casos donde las entidades insolventes eran patrimonios separados (en estos casos, de inversión alternativa, o hedge funds) con una escasa conexión con el Estado de su domicilio (Islas Caimán). Los tribunales estadounidenses denegaron, en un caso, la posibilidad de reconocer el procedimiento en el país del domicilio como procedimiento principal<sup>72</sup>), y, en otro, incluso, la posibilidad de reconocerlo como procedimiento principal o territorial (negando el reconocimiento a cualquier procedimiento llevado a cabo en las Islas Caimán, por entender que el COMI del hedge fund no se encontraba en ningún caso allí<sup>73</sup>)). Si tal sería la pauta de los tribunales españoles en un caso análogo con un sponsor español y un vehículo extranjero y «no-comunitario» (ej. domiciliado en las Caimán o la Isla de Man) no es posible pronosticarlo, pero sí se puede afirmar que sería muy posible aplicar el Derecho español al procedimiento concursal de una entidad financiera, incluyendo los derechos derivados de una transacción sofisticada y compleja de financiación estructurada, aun cuando la misma se encontrase aparentemente domiciliada en el extranjero.

Dicho esto, las partes de la transacción que pretendiesen evitar el Derecho español siempre podrían escudarse en las excepciones contempladas a la Ley del COMI en la propia legislación comunitaria (al menos cuando el vehículo estuviese domiciliado en un país cubierto por la misma; ej. Irlanda, Luxemburgo u Holanda). Estas excepciones se aplican, por ejemplo, a los derechos reales, que se regirán por la *lex rei sitae*, o ley del lugar donde se hallen los activos<sup>74</sup>) (lo que, en el caso de activos desmaterializados, se identifica con el lugar donde se sitúe el registro de los mismos<sup>75</sup>); o a los acuerdos de compensación (que podrían estar presentes en una titulización sintética) que se regirán por la ley aplicable al acuerdo<sup>76</sup>). En el segundo caso existiría un mayor margen para las partes (la *lex contractus* es generalmente disponible por las partes<sup>77</sup>). En el primer caso (derechos reales) cuando los bienes sean derechos de crédito se entiende que el lugar de situación de los mismos es el Estado del COMI del deudor la ley aplicable al crédito subyacente<sup>78</sup>). Es decir, en el caso de la titulización de efectivo, considerando que la entidad sponsor suele estar domiciliada en el mismo Estado que los prestatarios, sería, probablemente, el mismo Estado de su residencia. Asimismo, incluso en el caso de aplicar una excepción que otorgase un mayor margen de decisión al sponsor o las otras partes de la transacción, las excepciones no afectarían a la aplicación de la *lex concursus* a las acciones de nulidad, anulación o inoponibilidad de los actos perjudiciales al conjunto de los acreedores<sup>79</sup>).

Todo ello, si bien no es posible profundizar en las diferentes hipótesis, muestra que la aplicación del Derecho español no sólo a transacciones más típicas localizadas íntegramente en España, sino, también, a transacciones sofisticadas con algunos elementos extranjeros es una posibilidad muy presente si existe un procedimiento concursal (o, más extensamente, de reestructuración, saneamiento o liquidación) aplicable a una entidad financiera domiciliada en España, o, incluso, a una SPV cuyo sponsor se encuentre domiciliado en España.

La posible aplicación del Derecho español a estructuras con elementos extranjeros no sólo justifica una mayor reflexión sobre los problemas subyacentes analizados más arriba. También plantea la pregunta de si la normativa española permite titulaciones fuera del ámbito de la misma. El carácter habilitante de la norma parece arrojar una conclusión positiva, pero ello sólo constituye la antesala de una nueva batería de problemas, resumidas en la pregunta de hasta qué punto la permite. Claramente, estructuras simples y estáticas, con un conjunto de activos claramente identificados y aislados no presentan problemas. Las dudas comienzan en cuanto nos adentramos en opciones más sofisticadas, como las titulaciones sintéticas (¿son los derivados de crédito una actividad regulada que necesite licencia?), o «dinámicas» (¿se admite la cesión de créditos futuros fuera de la norma específicamente aprobada para el factoring y la titulización?, ¿qué tipo de derechos se adquieren sobre los activos?, ¿qué mecanismos de control son necesarios para dotarlos de operatividad en el concurso?). La tesis maximalista consistente en negar que estas cuestiones vayan a ser relevantes para el Derecho español ya no es una posibilidad. Es necesario, pues, atajar los problemas.

### **III. TITULIZACIONES «DE EFECTIVO», TRANSMISIÓN Y TITULARIDAD DE LOS ACTIVOS, Y «RECARACTERIZACIÓN» DE LA TRANSACCIÓN**

#### **1. El problema**

El primer problema que corresponde analizar se refiere a las operaciones de

financiación estructurada más «tradicionales», como son las «titulizaciones de efectivo» ( cash securitization ) donde el originador/sponsor transfiere un conjunto o cartera de activos al vehículo de titulización, generalmente mediante el mecanismo de la cesión de créditos, a cambio de una contraprestación monetaria, resultante de la emisión por el vehículo de los correspondientes títulos o bonos<sup>80</sup>).

En principio parece que la transacción no debería ofrecer más problemas que los derivados de los requisitos para la cesión de créditos. Sin embargo, si bien normalmente este tipo de transacciones no plantean problemas desde el punto de vista de la forma jurídica, la duda que se plantea es si, desde el punto de vista de la sustancia se ha producido una auténtica cesión de créditos. Si no fuese así, la transacción podría «recalificarse» como un préstamo garantizado, y, por tanto, sujeto como poco a la paralización de acciones de ejecución individuales<sup>81</sup>), a la prioridad de los gastos del concurso, o a eventuales decisiones de la administración concursal acerca de la reestructuración del deudor<sup>82</sup>) (en otros países, como Inglaterra, el derecho de garantía podría ser declarado nulo por no haber sido dado de alta en el registro)<sup>83</sup>). Y no deja de ser cierto que la idiosincrasia de la transacción de titulización ofrece elementos que pueden hacer dudar razonablemente de la existencia de una auténtica cesión de créditos.

Recordemos la descripción realizada más arriba sobre la transacción. Allí se apuntó que, puesto que el vehículo es una entidad sin infraestructura alguna para gestionar los activos (en lo relativo a su cobro, y a la canalización de los fondos hacia los inversores), esta función se desempeña por otra entidad, que realiza las funciones de gestión de cobro y de gestión de caja (a través de las diversas cuentas) en nombre del vehículo, y en los términos de un acuerdo de servicing <sup>84</sup>). Esta entidad generalmente suele ser el propio originador, pues encomendarlo a otra entidad supondría un incremento de costes. De este modo, para el deudor subyacente es prácticamente como si el crédito no se hubiese cedido. A la función de gestión de cobros y pagos es necesario añadir la de mejora crediticia, consistente en el deber de cubrir las posibles faltas de efectivo (temporales o estructurales) mediante líneas de crédito al vehículo, obligaciones de recompra u opciones de venta a favor del vehículo, etc.

Si asumimos que en una gran parte de los casos esta segunda función también será asumida por el originador/sponsor tenemos que en la titulización de efectivo se produce una cesión de créditos, pero una donde el cedente (cuando sea el mismo originador o sponsor) sigue gestionando los créditos y asumiendo el riesgo asociado a los mismos (al menos una parte sustancial de éste). Ello hace pensar si, aplicando un análisis que anteponga la «sustancia sobre la forma» ( substance over form ) podría recalificarse la cesión como una cesión en garantía.

## **2. Las decisiones de los tribunales en la jurisprudencia comparada**

Sin embargo, éste es un punto donde los tribunales deben valorar las consecuencias de la sustitución de la voluntad de las partes por la voluntad del tribunal. En general, considerando que, desde el punto de vista de los derechos de los terceros, no existe una diferencia extraordinaria entre la cesión como venta y como operación de garantía, los tribunales suelen ser exigentes en cuanto a las características de la transacción que justifican la falta de consideración por su parte de la forma jurídica. En Inglaterra los elementos de «sustancia» relevantes para distinguir una compraventa de una garantía fueron establecidos por J. Romer en *Re George Inglefield Ltd* <sup>85</sup>): (1) el derecho del cedente a recuperar el objeto de la garantía (denominado equity of redemption ) ausente en la compraventa; (2) el derecho del cedente en garantía a recuperar el exceso obtenido por el cesionario en la venta a terceros del objeto (ausente en la



compraventa) y (3) el derecho del cesionario a reclamar al cedente por la diferencia negativa, en caso de que el objeto de la cesión sea insuficiente para cubrir la deuda<sup>86</sup>). Se puede observar en esta decisión la ausencia del «control» sobre los créditos (o el objeto de la cesión, en general) como elemento determinante.

Posteriores decisiones trataron de refinar la cuestión interpretativa, siendo la más notable *Orion Finance Ltd* <sup>87</sup>). Varios aspectos llaman la atención de esta decisión. (1) Por un lado, la distinción entre la simulación y la interpretación de la voluntad de las partes. En opinión de L.J. Millet, la primera tarea consiste en determinar si los documentos de la transacción eran una mera fachada distinta del acuerdo real. Lo interesante es que, para referirse a este término, el magistrado emplea el término «simulación» ( sham ) mostrando que, en Derecho inglés, al menos, el mismo posee una connotación aún más peyorativa (y, por tanto, resulta de aplicación más restrictiva) que, por ejemplo, en Derecho español<sup>88</sup>). El mero hecho de que los documentos recogieran fielmente el contenido de la transacción y no hubiese que recurrir a la prueba externa era suficiente para la existencia de simulación ( sham) <sup>89</sup>).

(2) En segundo lugar, el paradójico juego interpretativo que se establece entre el lenguaje empleado por las partes y el efecto legal de las cláusulas; de modo que, si bien la sustancia del acuerdo se encuentra en los términos empleados por las partes, la caracterización/calificación del mismo se realiza en función del efecto legal que se pretende que tenga; y, en la medida en que el segundo resulte contradictorio/incoherente ( inconsistent ) con el primero, la forma (términos y lenguaje) debe ceder a la sustancia<sup>90</sup>). La cuestión, claro está, estriba en determinar qué se entiende por «inconsistent» , ya que ninguno de los elementos referidos es determinante en sí mismo para clasificar la transacción (ej. una venta con opción de recompra no implica per se la existencia de una operación de garantía<sup>91</sup>)) sino que lo que se necesita es interpretar de modo global el contenido del acuerdo.

(3) En tercer lugar, la interesante interpretación realizada de la «arquitectura» contractual por parte de los jueces. En *Orion* la operación consistía en la adquisición de equipos informáticos por la entidad financiadora demandante, que se arrendaban a la firma *Atlantic*, que, a su vez, se los arrendaba a sus clientes (en este caso, *Crown*). *Atlantic* cedió a *Orion* los créditos derivados de los pagos futuros de sus clientes. No obstante, según el tribunal, lo hizo en el marco del acuerdo principal de financiación mediante adquisición y arrendamiento por *Orion* del cual el acuerdo de cesión era accesorio; lo que conducía a su clasificación como parte del «paquete de garantías» facilitado por *Atlantic*, y no como una cesión transmitente del dominio<sup>92</sup>). Esta conclusión se vio reforzada por el empleo en el acuerdo de términos que sugerían la existencia de una garantía<sup>93</sup>).

En Estados Unidos una de las decisiones más importantes en este sentido es la de *Major's Furniture* <sup>94</sup>). En este caso una sociedad de venta minorista de muebles acordó la cesión de créditos a una sociedad especializada en la financiación de empresas de muebles, a los efectos de financiación, con unos términos que suponían la asunción del riesgo de impago por la cedente<sup>95</sup>). El litigio surgió porque la cedente reclamó la devolución del exceso de cantidades recibidas por la cesionaria, y la respuesta a la pregunta dependía de si la transacción se calificaba como una «venta auténtica» ( true sale ) o, por el contrario, como un derecho real de garantía<sup>96</sup>).

El tribunal se refirió al artículo 9 del Uniform Commercial Code (UCC), que regula los derechos reales de garantía pero, también, las cesiones de créditos; y ello en la

medida en que el Derecho estadounidense adopta, de entrada, un enfoque «funcional» respecto de las transacciones en garantía, frente al enfoque «formal» (que distingue por tipos de derecho real) presente en la mayoría de los países<sup>97</sup>).

El tribunal rechazó la tesis formalista de la cesionaria, afirmando que los tribunales no quedan sometidos a la terminología empleada por las partes, sino que deben atender a la totalidad del contrato y sus efectos globales<sup>98</sup>). En este sentido, no basta la existencia de recurso contra el cedente para calificar la transacción como de garantía. No obstante, el tribunal consideró que el cedente había retenido todos los riesgos concebibles relativos a los créditos. A ello se unía el hecho de que el cesionario procedió a modificar unilateralmente las condiciones de financiación, lo que indicaba que el mismo trataba la transacción como una línea de crédito garantizada, con lo que procedió a calificar la cesión como «en garantía»<sup>99</sup>).

### **3. Cesión, recaracterización y Derecho español**

#### **A. El problema de la caracterización**

En el caso de España, los casos más aproximados a la cesión de créditos bajo una operación de titulización que ha examinado la jurisprudencia han sido los de las cesiones de crédito bajo un contrato de factoring . En estos casos, los tribunales han estimado que la cesión transmite la titularidad de los créditos, sin que la asunción del riesgo de impago por el cedente sea una cuestión que influya en la calificación de la operación, al tratarse de materia dispositiva<sup>100</sup>). Una problemática similar afecta, en el contexto de la cesión de créditos (que puede darse, o no, en el contexto de un contrato de factoring ) a la distinción entre cesión pro solvendo (donde el cesionario puede reclamar el pago de la obligación frente al cedente si el crédito resulta impagado) y cesión pro soluto (donde el cesionario no puede reclamar al cedente). Buena parte de los autores consideran que, aun en el caso de la cesión pro solvendo , la cesión tiene efectos solutorios, de pago, y no de garantía<sup>101</sup>). No obstante, si bien el recurso no determina automáticamente la calificación como cesión en garantía, sí ha influido en las decisiones de los tribunales que han aplicado un test de «sustancia» para calificarla de ese modo<sup>102</sup>).

En todo caso, los tribunales han realizado un análisis formal, que toma en consideración no los efectos jurídico-económicos del acuerdo, sino los términos utilizados por las partes. Así, por ejemplo, se hace énfasis en alguna sentencia en el empleo de términos como «hemos transmitido» (para justificar la transmisión de la titularidad)<sup>103</sup>), o de cesión «salvo buen fin» (para justificar la inexistencia de una transmisión plena)<sup>104</sup>).

#### **B. Recaracterización y regulación: el problema patrimonial en el modelo «normativizado»**

Pero es también importante resaltar que nuestro Derecho acoge una versión particular de la tesis formalista. En este sentido, desde la aprobación en 1999 de una normativa específica en materia de factoring <sup>105</sup>), se establece una fuerte protección concursal para las cesiones de créditos que se ajusten a los requisitos dispuestos en dicha normativa. Dentro de estos requisitos no se exige la ausencia de recurso<sup>106</sup>). Sin embargo, llama la atención la exigencia de que el cesionario sea «una entidad de crédito»<sup>107</sup>); requisito que, en 2007, se amplió otorgar el mismo régimen cuando el cesionario sea «un Fondo de Titulización»<sup>108</sup>).

Es decir, más que mover el fiel de la balanza del test «sustancia-forma» la ley crea una dualidad de regímenes jurídicos en materia de caracterización de cesiones de crédito: uno aplicable a entidades sujetas a licencia (formalista)<sup>109</sup>), y otro

aplicable a los demás supuestos, donde los tribunales entrarían más en la sustancia de la transacción<sup>110</sup>), pero sin quedar claro hasta qué punto la nueva norma es o no relevante en sus consideraciones<sup>111</sup>).

Esta distinción tiene como ventaja el dotar de una regla de «puerto seguro» ( safe harbour rule ) a determinadas transacciones que se realizan de manera repetitiva y reiterada en el tráfico mercantil, y que podrían verse, de otro modo, amenazadas si la solución se buscara caso por caso<sup>112</sup>).

Como inconvenientes, cabe entender, por un lado, que establecer una presunción patrimonial sobre la base de un elemento regulatorio no parece una adecuada técnica legislativa. En segundo lugar, un privilegio regulatorio otorgado por motivos de conveniencia para el tráfico puede ser revocado con la misma facilidad en el momento en que no resulte tan conveniente, o la transacción, o el sector en su conjunto, sea visto con peores ojos ante la opinión pública. En tercer lugar, se plantea la duda del nivel de la presunción. En teoría, la misma debería ser *iuris tantum* , de modo que, si, por ejemplo, las características de la transacción demuestran que los riesgos permanecen con el cedente, debería entenderse que la titularidad no ha sido transmitida. No obstante, ¿es realista pensar que los tribunales someterán a un verdadero escrutinio las transacciones concluidas por entidades «blindadas»? En cuarto lugar, el privilegio regulatorio, plantea una difícil situación para las transacciones realizadas fuera de la cobertura regulatoria. El hecho de que las cesiones a entidades reguladas gocen, en principio, de la presunción de transmisión de titularidad ¿significa a contrario que las cesiones a SPVs no dadas de alta en un registro del BdE o la CNMV (domiciliadas en España o en el extranjero) se encontrarían automáticamente, bajo sospecha? Por último, si bien la norma original se justificaba por el contexto previo a la Ley Concursal de 2003, por el objetivo de preservar ciertas operaciones del riesgo de retroacción de la quiebra<sup>113</sup>), no queda claro que el blindaje de ciertas cesiones en el contexto actual donde la retroacción ha sido eliminada, resulte igualmente perentorio.

Para terminar de «arreglar» la cuestión, el Real Decreto 926/1998 sobre Fondos de Titulización resulta más cauto, al exigir:

1. Que la cesión de los activos sea plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento.
2. Que el cedente no conceda ninguna garantía al cesionario ni asegure el buen fin de la operación <sup>114</sup>).

Algo que la otra normativa no exige. Es decir, no solamente existiría una divergencia entre el régimen regulado y el general, sino entre los dos regímenes regulados. Más aún, mientras que el RD de fondos de titulización es de 1998, la ley cuya disposición adicional regula las cesiones de factoring es de 1999, y la extensión de su aplicación a la titulización, de 2007. Por tanto, se plantea la duda de si de acuerdo con los principios de *lex posterior derogat priori* y de jerarquía normativa la solución que prevalecería es la que no exige que la cesión sea plena e incondicionada y sin garantías para operarse la protección concursal, o, por el contrario, de acuerdo con el principio de *lex specialis* debe entenderse que tales requisitos son acumulativos , de modo que es necesario su cumplimiento para que opere dicha protección.

En resumen, a pesar de las ventajas del privilegio regulatorio, entendemos que la mejor solución pasaría por dejar el problema en manos de los tribunales o, en su defecto, formular reglas aplicables a todas las cesiones de crédito. Sólo así los correspondientes «tests» de sustancia y forma serán coherentes, y podrán servir de guía para los operadores del tráfico. Si bien más lenta, sería una solución más sólida, estable, y susceptible de menos fricciones, tratando de forma igual las

transacciones equivalentes.

### C. Los riesgos (reales) de la recaracterización en España

Mientras en los párrafos anteriores se ha discutido en qué medida una cesión de créditos puede considerarse efectuada de modo pleno o sólo a título de garantía, la pregunta que permanece en el aire es la de hasta qué punto dicha caracterización resulta relevante. En el Derecho inglés, por ejemplo, donde las garantías sobre créditos deben inscribirse en un registro para gozar de validez, la cuestión es claramente relevante (una caracterización como cesión en garantía podría conllevar automáticamente la nulidad de la garantía). La cuestión es si en Derecho español se darían unas consecuencias tan drásticas que justifiquen el dedicar tanta atención a la cuestión.

La respuesta está lejos de resultar clara en el incierto panorama de las transmisiones en garantía en nuestro país, debido fundamentalmente a tres elementos:

- La concepción causalista de nuestro sistema de transmisión<sup>115</sup>).
- La doctrina del *numerus clausus*, especialmente en materia de derechos de garantía, que corre paralela a la necesidad de limitación de los privilegios concursales, contrarios al principio de la *par conditio creditorum* <sup>116</sup>).
- La prohibición de pacto comisorio<sup>117</sup>).

Partiendo de esta base, la posibilidad de caracterización de una transacción como cesión en garantía puede dar lugar a varios tipos de problemas: (1) de admisibilidad de la figura y (2) de caracterización como cesión fiduciaria; (3) de validez, especialmente de publicidad; y (4) de ejecución mediante apropiación de las sumas del crédito, desde la perspectiva de la prohibición de pacto comisorio.

(1) La primera cuestión es más un problema del pasado. El régimen jurídico de los derechos reales de garantía del Derecho español los limitaba, fundamentalmente, a la hipoteca (para inmuebles) y prenda (para muebles), al margen de los derechos de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, que poseían carácter más restringido. Considerando que, en un sistema causalista como el español, la cesión no es un negocio jurídico, sino la consecuencia de un negocio jurídico, deberá regirse (incluyendo su validez) por las normas aplicables al negocio que le da origen. En el caso de la cesión en garantía, y ante la clara inidoneidad de la hipoteca y del carácter restringido de la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, debería atenderse al régimen de la prenda (artículos 1863-1873 del Código civil). El consiguiente problema deriva de la exigencia del artículo 1864 del Código civil de que la prenda se instrumente sobre bienes «susceptibles de posesión». La superación progresiva de este requisito se ha realizado mediante reforma legislativa (en el caso de valores mobiliarios e instrumentos financieros)<sup>118</sup>), o por vía jurisprudencial para la prenda de créditos<sup>119</sup>); expandiendo las garantías sobre derechos y bienes inmateriales.

(2) Respecto de la segunda cuestión, resulta difícil pasar por la caracterización de transmisiones como plenas o en garantía sin hablar del problema de las transmisiones fiduciarias. En materia de cesiones fiduciarias del dominio, se ha pasado de una postura contraria a las mismas, a otra serie de teorías, que les otorgan efectos limitados<sup>120</sup>). Centrándonos no tanto en las teorías, sino en los efectos<sup>121</sup>) de la transmisión fiduciaria reconocidos por los tribunales consisten en que: (A) ni el fiduciante ni el fiduciario gozan del derecho de separación que corresponde al propietario en el caso de concurso de la otra parte, ni de la posibilidad de interponer una tercería de dominio<sup>122</sup>); (B) no obstante, (a) el

fiduciante puede reivindicar su derecho de quien lo posea indebidamente, lo lesione o lo desconozca, y el activo no se diluye en la masa del concurso del fiduciario<sup>123</sup>), (b) el fiduciario goza de un derecho a retener la posesión<sup>124</sup>). Por tanto, (C) únicamente resulta dudoso si el fiduciario tendría derecho (a) a realizar en venta el valor de la garantía, o (b) a interponer una tercería de mejor derecho respecto del bien<sup>125</sup>), (c) a gozar de preferencia respecto de la suma obtenida de la realización del bien en relación con los demás acreedores del fiduciante<sup>126</sup>), o (d) a consolidar el dominio sobre el bien<sup>127</sup>).

En semejante situación, el riesgo para una cesión de titularidad no sería ya el de resultar caracterizada en la zona de blanco o negro de la cesión plena o la cesión en garantía (a la que se aplicaría el régimen de la prenda), sino en la zona gris de la cesión fiduciaria, donde reina la incerteza y el bloqueo. En este sentido, no obstante, la doctrina parece encontrarse incómoda dejando las cesiones de crédito en la zona gris, y se aboga por caracterizar aquellas cesiones cuya causa no sea la transmisión plena del dominio como cesiones en garantía, a las que se aplicaría el régimen de la prenda, y, por ende, no fiduciarias<sup>128</sup>). Lo mismo cabe decir de la jurisprudencia, la cual tiende a aplicar el régimen de la prenda a las cesiones en garantía, sin especificar por qué en situaciones equivalentes se aplica el régimen de la transmisión fiduciaria a los bienes muebles o inmuebles, pero no se aplica para créditos. Sólo en algunos casos aislados la jurisprudencia ha caracterizado la cesión de créditos en garantía como cesión fiduciaria<sup>129</sup>).

De hecho, quienes afirman que la cesión de la titularidad en garantía debe caracterizarse necesariamente como prenda se basan en la inadmisión de las cesiones fiduciarias<sup>130</sup>). Sin embargo, según acabamos de ver, los tribunales reconocen efectos legales propios a la cesión fiduciaria, distintos de los de la prenda. Por tanto, cabría preguntarse por qué, en igualdad de condiciones, a la cesión de bienes corporales en garantía se aplicaría el régimen de la transmisión fiduciaria (incierto y poco garantista), mientras que a la de créditos se aplicaría el de la prenda (más ventajoso). Cabe entender, por tanto, que, en una cesión en el marco de una operación de financiación estructurada fuera de la protección regulatoria, y con elementos que permitirían caracterizarla como cesión en garantía, no es posible descartar plenamente la caracterización como cesión fiduciaria y su incerteza.

(3) Aun si el régimen de la prenda se extendiese (como se extiende) a los derechos incorporales, y los tribunales dispensasen (como parecen dispensar, aunque con menor certeza) a la cesión de créditos del limbo jurídico de la cesión fiduciaria, la aplicación del régimen de la prenda a la cesión en garantía sigue siendo problemática. En concreto, sigue estando presente el problema de la aplicación de los requisitos de validez de la prenda, como son la escritura pública y el desplazamiento posesorio. La necesidad del primero de ellos ha sido discutida<sup>131</sup>), pero parece zanjada por la Ley Concursal<sup>132</sup>).

Más problemas plantea la exigencia de desplazamiento posesorio; o, de forma más amplia, de publicidad de cara a otorgar eficacia frente a terceros. El Derecho en materia de prenda de créditos se ha desarrollado típicamente en supuestos donde (A) la prenda se establecía sobre cuentas bancarias, depósitos o imposiciones a plazo donde el acreedor actuaba como depositario, y gozaba, por ende, de control sobre los bienes<sup>133</sup>); (B) valores anotados en cuenta, donde la prenda se inscribe en el registro<sup>134</sup>); o (C) en otros supuestos, donde, típicamente, se notifica al deudor de la constitución de la prenda<sup>135</sup>). Es decir, los casos presentan elementos claros de control y/o publicidad.

El crédito, como derecho incorporal, no es susceptible de posesión. Igualmente claro resulta que el régimen de la prenda exige desplazamiento posesorio. Así, con

los preceptos del Código civil tal como están la solución nunca podrá ser satisfactoria: si aquellos se interpretan de modo estricto, se llegaría a una solución coherente, pero contraria a las necesidades del tráfico. Si, por el contrario, se acepta el carácter primordial de las necesidades del tráfico, o bien nos desviamos algo del principio causalista, o hacemos caso omiso de las reglas específicas, centrándonos en una interpretación analógica o basada en los principios subyacentes al Derecho de garantías.

Las posibilidades, por tanto, son: (A) Interpretar que la exigencia de desplazamiento posesorio puede entenderse cumplida (por analogía) mediante actos como la inscripción registral o la notificación al deudor<sup>136</sup>); (B) interpretar que la denominación «prenda» de créditos no es más que la forma de denominar a la cesión en garantía, de modo que los requisitos de validez serían los contemplados por el régimen de la cesión de créditos, siendo el régimen de la prenda de aplicación meramente supletoria<sup>137</sup>); (C) interpretar que, admitiendo la cesión en garantía a la que resulta aplicable el régimen de la prenda, y siendo imposible aplicar la exigencia de desplazamiento posesorio de modo estricto, sí resulta aplicable su principio subyacente, como es el de proporcionar un elemento de publicidad y/o control del objeto de la garantía por parte del acreedor.

La primera solución es la que parecen haber adoptado las disposiciones legislativas y la jurisprudencia del Tribunal Supremo, asociando la exigencia de desplazamiento posesorio del artículo 1863 (prenda) a la regla de notificación del 1527 del Código civil. Dicha solución ha sido objeto de críticas por quienes afirman que el 1527 tiene como objetivo proteger al deudor cedido (pago liberatorio) no establecer requisitos de eficacia<sup>138</sup>); o quienes afirman que no cabe asociar la notificación (que afecta a la relación entre cesionario y deudor cedido) con el desplazamiento posesorio (que afecta a la relación entre cesionario/acreedor pignoraticio y los demás acreedores del cedente)<sup>139</sup>). En todo caso, entendemos, aunque cupiese, lo que no parece lógico es asociar tan estrechamente ambas nociones en ausencia de mandato legal.

La segunda solución (omisión total del desplazamiento posesorio o equivalente) ha sido defendida desde hace tiempo por parte de la doctrina más autorizada<sup>140</sup>); especialmente a partir de la reforma de los preceptos de la Ley Concursal en materia de créditos con privilegio<sup>141</sup>). Su aceptación supone la admisión en su plenitud de las garantías ocultas<sup>142</sup>), y el establecimiento, en ausencia de regulación específica, de un régimen más beneficioso que el contemplado por la regulación que se aplica por analogía<sup>143</sup>). Asimismo, aunque se considere la cesión como negocio con causa plural, variable, fungible o genérica<sup>144</sup>), integrada por un elemento constante (la función de transmisión del derecho) y otro variable (la función a la que dicha transmisión sirve en cada caso)<sup>145</sup>) de esto no se deduce inmediatamente la posibilidad de aplicar o inaplicar las normas del negocio que proporciona la función variable a gusto del usuario. Difícil si se ven afectados los derechos de terceras partes.

La tercera solución trataría de ir más allá de la interpretación analógica, pues no sería preciso equiparar un solo mecanismo a la posesión. Bastaría demostrar que, en el caso concreto, se dan una serie de elementos que, en modo funcionalmente equivalente, permiten cumplir las exigencias de control y/o publicidad del derecho real de garantía<sup>146</sup>). La notificación al deudor no sería, pues, un requisito constitutivo, ni equiparable a la posesión, pero sí podría interpretarse que el control que proporciona sobre el crédito es suficiente para que el principio de protección de los acreedores ordinarios se vea respetado<sup>147</sup>). Lo mismo ocurriría con la inscripción registral, o el empleo de otro mecanismo de publicidad y control<sup>148</sup>), que dependerá en parte de las características de los créditos y del desarrollo tecnológico. Esta solución sería abierta y, al tiempo, coherente con las

necesidades de tráfico y con los principios inspiradores de las normas reguladoras de los derechos de garantía, pero tiene el problema de resultar algo imprecisa. En ausencia de notificación y de un sistema de registro resulta difícil identificar opciones satisfactorias.

Quizás en parte por estos problemas la reforma legislativa contenida en la Ley 41/2007, de reforma del mercado hipotecario<sup>149</sup>) incluye también una modificación de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento que permite que los derechos de crédito constituyan el objeto de la prenda sin desplazamiento<sup>150</sup>); el cual, como sabemos, es un derecho no sometido al requisito de posesión, sino de registro. Consultada sobre si la reforma suponía la supresión del derecho de prenda ordinaria sobre créditos, la Dirección General de los Registros y del Notariado contestó en sentido negativo, en una elaborada resolución<sup>151</sup>); afirmando que la reforma únicamente amplía la posibilidad de establecer garantías sobre créditos, permitiendo que estos sean objeto de una prenda no posesoria, siempre y cuando ésta se inscriba en el registro<sup>152</sup>). Ambos tipos de garantías son distintos en sus requisitos y efectos<sup>153</sup>), lo que amplía, no restringe, las opciones de deudor y acreedor. Es decir, puede que el propósito del legislador sea el de incentivar (no imponer) el empleo de un sistema de publicidad registral frente a un sistema de pura garantía oculta. Con todo, si esto es así, no está claro que el Registro de Bienes Muebles satisfaga las necesidades de publicidad, algo que se solucionaría de modo más eficiente con un registro personal (en el propio Registro Mercantil).

(4) Menos problemas plantea la prohibición de pacto comisorio<sup>154</sup>). No obstante, en este punto la naturaleza del objeto de la cesión (los créditos) sí que debe afectar a la aplicación de la disposición. La prohibición de pacto comisorio es una disposición que trata (al igual que las de prohibición de la usura) de evitar el abuso del deudor por parte del acreedor (evitando que el primero salde una deuda mediante la entrega de un bien de valor muy superior a aquella)<sup>155</sup>). Sobre esta base, la posibilidad de abuso es mucho más reducida en el caso de la cesión de créditos en garantía. El acreedor obtendrá la cantidad objeto de cesión, debiendo reintegrar la diferencia al deudor (la prohibición sólo podría aplicarse si el acreedor se quedase con dicha diferencia). Por este motivo los tribunales no han planteado problemas a la existencia, por ejemplo, de cláusulas de compensación, o que de otro modo permiten al acreedor quedarse con las sumas derivadas de los créditos<sup>156</sup>).

#### **4. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia**

El supuesto de la titulización «clásica» de efectivo, o flujo de caja, incide directamente sobre elementos «fundacionales» de Derecho patrimonial, como la interacción de la autonomía de la voluntad con los «modelos» o «tipos» de relaciones jurídicas, en contextos donde no sólo se ven afectados los derechos de las partes del acuerdo, sino también los de terceros. Y ello en la medida en que este tipo de transacciones comporta la separación de elementos que, intuitivamente, deberían ir unidos en el derecho de propiedad, como el control y el beneficio económico. Del margen que se otorgue a la voluntad de las partes dependerá la eficacia de la «división», «partición», «separación», «segregación», y, con ella, el blindaje concursal, al menos en su sentido jurídico.

Ahora bien, aun cuando el ordenamiento garantice eficacia jurídica a la separación patrimonial, el problema subyacente (separación entre beneficio económico y control) sigue muy presente, como cuestión de hecho, poniendo en peligro la eficacia práctica de esta separación patrimonial garantizada en sentido jurídico. Más en concreto, pensemos que, a pesar dicha separación, el originador/sponsor sigue ocupándose de las tareas de cobro, depósito y gestión de caja respecto de los

activos titulizados. Por tanto, la pregunta sin responder es en qué medida cabe abstraer el debate sobre la separación patrimonial (al menos en sentido práctico) de la discusión sobre la necesidad de controles adecuados. Es decir, a modo de metáfora, aun cuando la fachada del edificio, representada por el diagrama de la transacción<sup>157</sup>), que recoge la posición jurídica de las partes, parezca sólida, es necesario que el sistema de tuberías y canalización sea igualmente fiable<sup>158</sup>).

Como muestra, algunos botones de marca estadounidense. (A) En la titulización de Heilig-Mayers las partes que diseñaron la transacción sólo prestaron atención a la separación patrimonial en sentido jurídico (cesión de créditos) pero no al hecho de la facturación y gestión de cobro descentralizados de la originadora<sup>159</sup>). En cuanto ésta entró en concurso, no existía ninguna estrategia adecuada para el reemplazo en la gestión de cobro y caja ( back-up servicing ), por lo que dejaron de cobrarse los créditos y la cesión quedó en papel mojado<sup>160</sup>). (B) En la titulización de New Century Financial Corp el originador aprovechó (según los demandantes) su papel como depositario para extraer fondos procedentes de los activos titulizados en dos de las transacciones, dejándolas así descapitalizadas<sup>161</sup>). (C) Son numerosos los litigios donde los inversores han alegado que, a pesar de ser los activos titulizados propiedad de (u objeto de la garantía a favor de) los inversores, la potestad del sponsor de seleccionarlos y sustituirlos ha resultado en el uso de los vehículos como «vertederos» de activos indeseados por dicho sponsor, o en mecanismos para la financiación por éste de activos a un coste inferior, en detrimento de los inversores<sup>162</sup>).

Semejantes problemas han abierto el debate sobre el papel (y los deberes) de un banco frente a sus clientes (parte contractual, fiduciario, o a medio camino). Sin dejarlo de lado, lo cierto es que este elemento únicamente constituye una pieza en lo que debería ser una estrategia de «gobierno» más amplia. En una compraventa de activos, vendedor y comprador se encuentran en posiciones contrapuestas: no es mucho lo que se puede hacer para cambiarlo, y, tratándose de «inversores sofisticados» tampoco está claro que dicho cambio resulte aconsejable un régimen más tuitivo. Pero sí existe la posibilidad de habilitar mecanismos de gestión (o de control de la gestión) del patrimonio que aseguren que los intereses de los inversores son debidamente tenidos en cuenta.

Por desgracia, frente a la riqueza argumental del debate «patrimonial», la atención dedicada a la cuestión del «gobierno», en el sentido del control de los conflictos de interés en la gestión del patrimonio ha sido escasa. No hay aquí espacio para exponer de manera pormenorizada la situación actual o las posibilidades de desarrollo<sup>163</sup>). Las conclusiones de su estudio son que las estructuras actuales de titulización no protegen los intereses de los inversores, y no existen medios que sirvan de contrapeso a los intereses del sponsor. En caso de que éste decida abusar de su posición, no existen mecanismos adecuados para evitarlo<sup>164</sup>).

El énfasis de las estructuras de titulización (contractuales o normativizadas), pues, se encuentra en el aislamiento patrimonial y en el blindaje concursal. Pero quien se centra en este objetivo, a expensas del control y «gobierno» de la transacción, acaba por no alcanzar ninguno.

## **IV. TITULIZACIONES DE NEGOCIO, CESIONES DE ACTIVOS FUTUROS Y CESIONES «ROTATIVAS» O «FLOTANTES»**

El segundo problema inherente a las transacciones de financiación estructurada



en el que deseamos centrar nuestra atención se refiere a la denominada «titulización de negocio». Esta operación requiere, para su funcionamiento, la cesión de un derecho real sobre los activos (generalmente, derechos de cobro) presentes y futuros que surjan de una actividad empresarial delimitada. Ya de entrada, y en beneficio de la claridad expositiva, se tratará primeramente el problema más específico de la cesión de activos (principalmente créditos) futuros. Sentadas las bases en este sentido, se abordará a continuación la cuestión propiamente dicha de las cesiones «rotativas» o «flotantes»; cuya discusión, si bien necesitan del soporte lógico y jurídico elaborado en materia de cesiones de activos futuros, plantean problemas con su idiosincrasia propia.

## **1. Titulización y cesión de activos futuros**

La primera aproximación a la cuestión reside en el tratamiento de la cesión de activos futuros. Este problema ha sido objeto de tratamiento por doctrina y jurisprudencia, que han enfocado principalmente el tema desde el plano más específico de la cesión de créditos futuros. En todo caso, si se mira la cuestión con los ojos de un no jurista, no es poco el salto lógico, casi filosófico, que la misma exige. Desde este plano filosófico, la pregunta es si se puede ceder lo que no se tiene. Descendiendo de nuevo al plano técnico-jurídico, podríamos diseccionar la pregunta más general en tres cuestiones más específicas sobre la cesión de activos futuros, a saber: (A) ¿es válida?; (B) ¿es eficaz frente a terceros?; y (C) ¿es conforme al orden público o susceptible de abusos?

### **A. Problemas de validez**

En primer lugar, está la cuestión de si la cesión de créditos futuros es válida. Las objeciones principales se relacionan con (a) la constancia en escritura pública; (b) la necesidad de notificación; (c) la determinación del objeto.

(a) En relación con la constancia en escritura pública, únicamente hay que precisar que, en el caso de la cesión en garantía, la cuestión del requisito de constancia en escritura pública (contenido en el régimen de la prenda) ha sido resuelta por la Ley Concursal<sup>165</sup>), manteniéndose sólo si el mecanismo empleado es el de la prenda sin desplazamiento<sup>166</sup>).

(b) En cuanto a la notificación (al deudor), ha sido el requisito tradicionalmente exigido en sistemas como el francés<sup>167</sup>)o el italiano<sup>168</sup>) para la validez de la cesión. No obstante, el entorpecimiento del tráfico económico que suponía ha conducido a diversas reformas, que sustituyen la notificación a cada uno de los deudores por exigencias menos onerosas. En el caso de Francia, con la loi Dailly<sup>169</sup>), dirigida a facilitar la cesión de créditos empresariales a entidades financieras, se sustituye la notificación por la entrega al cesionario de un documento con la lista ( bordereau ) de los créditos objeto de cesión<sup>170</sup>). En Italia, las disposiciones dirigidas principalmente al factoring sustituyen la notificación por una publicidad distinta, como es la publicación de la cesión en el registro de empresas, y en la Gaceta Oficial de la República Italiana<sup>171</sup>).

En nuestro país, la cuestión de la notificación al deudor se encuentra contemplada en el artículo 347 del Código de comercio<sup>172</sup>)y en el 1527 del Código civil<sup>173</sup>), ambos con un significado equívoco. La doctrina se ha inclinado hacia la inexigibilidad de la notificación como requisito de validez<sup>174</sup>). La jurisprudencia ha acogido esta tesis, entendiendo que la notificación no es un requisito de validez (tampoco de eficacia frente a terceros) ni bajo el Código civil<sup>175</sup>), ni tampoco bajo el Código de comercio<sup>176</sup>). Tampoco parece que la notificación constituya un requisito de validez cuando lo que se establece es un derecho de prenda sobre el crédito<sup>177</sup>). Tampoco cuando el mecanismo utilizado sea la prenda sin desplazamiento de la posesión<sup>178</sup>).

(c) En cuanto a la determinación del objeto, si bien el objeto de un contrato debe ser determinado en cuanto a su especie<sup>179</sup>), debe distinguirse entre el objeto del contrato y la cosa<sup>180</sup>). No es necesario, pues, que la cosa se encuentre identificada, sino que el objeto sea determinable sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes, criterio compatible con el de la «identificabilidad», manejado por parte del Derecho de los países anglosajones<sup>181</sup>) y por el Derecho uniforme<sup>182</sup>).

No obstante, la tendencia en el pasado en los ordenamientos civilistas ha sido la de exigir que, para ser admisible la cesión de créditos futuros, dichos créditos derivasen de una relación contractual ya existente en el momento del acuerdo de cesión (doctrina del germe d'existence )<sup>183</sup>). Esta doctrina ha sido objeto de críticas<sup>184</sup>). Desde un punto de vista práctico, dificulta sobremanera la cesión de una serie de créditos en bloque el exigir que, para ser válidamente cedido cada crédito nuevo (si la relación de la cual dimanaba no existía anteriormente) sea objeto de una nueva cesión<sup>185</sup>).

Sea como fuere, para zanjar la especulación teórica en un marco tan sensible, los legisladores (especialmente en los países civilistas) han ido adoptando sucesivas reformas para favorecer la posibilidad de cesión de créditos futuros. En Francia dichas reformas se adoptaron para la cesión de créditos empresariales<sup>186</sup>), mientras que en otros países se restringieron al ámbito de las cesiones bancarias (dirigidas sobre todo al contexto del factoring <sup>187</sup>). Posteriormente, las reformas permitieron (o extendieron) la posibilidad a las cesiones en el marco de la titulización de créditos<sup>188</sup>)(ampliando considerablemente las posibilidades de cesión en el caso de Francia)<sup>189</sup>).

Ampliadas las posibilidades en cuanto al objeto de la cesión la exigencia de determinación se especifica de distintos modos<sup>190</sup>). El Derecho español para el factoring exige que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores, o bien que los créditos existan ya en la fecha del contrato de cesión, o nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha <sup>191</sup>). Es decir, siguiendo al Derecho italiano, se introduce una exigencia adicional de determinación o identificación, y, si no, se introduce un límite temporal, manejándose ambos criterios como alternativos, y no acumulativos<sup>192</sup>).

En el caso de la titulización las normas no elaboran sobre el requisito de la «determinación» sino, más bien, sobre la «estimación» o «valoración», exigiendo el artículo 2.1 del RD 926/1998 que los derechos de crédito futuros constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada. La inclusión de los derechos del concesionario al cobro del peaje en las autopistas [artículo 2.1.a) RD 926/1998] deja claro que el requisito de la «determinación» (artículo 1273 del Código civil) no puede identificarse con la existencia de la relación contractual con carácter anterior a la cesión. La enumeración contenida en la Orden Ministerial EHA/3536/2005<sup>193</sup>) confirma este extremo<sup>194</sup>). Aun así, reiteramos que la técnica legislativa resulta inadecuada. Se crea un privilegio regulatorio en función del sujeto cesionario y del tipo de créditos, y no de las características objetivas de la cesión (pudiendo favorecer a unos sectores sobre otros) dejando una gran incertidumbre sobre las cesiones de activos a sujetos no regulados, o sobre créditos futuros debidamente identificados, pero no incluidos en la lista.

La reforma de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento, de aplicación más general, permite utilizar la prenda no posesoria en relación con «los derechos de crédito, incluso los créditos futuros» <sup>195</sup>). No obstante, al no haber sido modificadas las restantes disposiciones de la Ley, plantea problemas la exigencia de que la escritura o póliza de prenda contenga la «Descripción de los

bienes que se pignoran, con expresión de su naturaleza, cantidad, calidad, estado y demás circunstancias que contribuyan a individualizarlos o identificarlos» 196). Parece que dicho requisito deberá interpretarse de manera lo suficientemente flexible, pues no tendría sentido que existiese una contradicción entre disposiciones de la misma ley que dejase inoperante a una de ellas. Con todo, la disposición no resultaría aplicable a una cesión de créditos, sino que las partes deberían acordar expresamente la constitución de una prenda sin desplazamiento en escritura pública.

## **B. Problemas de eficacia real frente a terceros**

En segundo lugar, está la cuestión de la eficacia real (frente a terceros); esto es, si, y en qué momento, la cesión de créditos futuros genera efectos reales. En la jurisprudencia inglesa este problema ha sido resuelto mediante una respuesta afirmativa a la primera pregunta. En relación con la segunda, se entiende que el cesionario adquiere el derecho sobre el crédito en el momento en que éste segundo nace, siendo la fecha de prioridad temporal la del acuerdo de cesión<sup>197</sup>). Lo mismo cabe decir del Derecho estadounidense<sup>198</sup>).

En los países iuscivilistas (España incluida), sin embargo, el requisito de la identificación de los créditos, que ha sido progresivamente superado como requisito de validez, vuelve a hacer su aparición como requisito de eficacia frente a terceros. Si bien la cesión de créditos futuros es válida, la jurisprudencia tradicional rechazó su oponibilidad a terceros o al concurso si el crédito nace con posterioridad al mismo, pues no se transmite el crédito al cesionario hasta su realización, integrando entre tanto el patrimonio del cedente<sup>199</sup>). La excepción parecería encontrarse en los supuestos donde la relación subyacente era preexistente al momento del concurso<sup>200</sup>). En el Derecho de otros países, como Francia o Italia, ésta parece ser también la solución<sup>201</sup>).

En materia de cesiones en garantía la reforma de la Ley Concursal consagra el privilegio del acreedor con prenda de créditos con tal que conste de manera fehaciente la fecha de la prenda<sup>202</sup>), pero la ausencia de referencia al supuesto de los créditos futuros hace que no se pueda ser concluyente. Quizás en este punto la reforma de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento podría resultar más útil, en la medida en que la posibilidad se contempla de manera expresa<sup>203</sup>), y el principio de prioridad es el de inscripción registral<sup>204</sup>). Recordemos, no obstante, que en ambos casos las reglas sólo resultarían aplicables cuando exista una prenda no posesoria o una prenda ordinaria o una cesión en garantía sobre los créditos, no en el caso de una cesión plena.

Teniendo en cuenta la situación, el legislador parece haber optado por salvar el obstáculo mediante las reformas aplicables a las cesiones en el contexto de la titulización<sup>205</sup>). En Francia las disposiciones en materia de titulización parecen retrotraer los efectos a la fecha del documento de cesión (bordereau)<sup>206</sup>). En Italia, si bien la regla general parece indicar la admisibilidad de la cesión de créditos futuros<sup>207</sup>), y su oponibilidad al concurso<sup>208</sup>), esta posibilidad se limita cuando el cesionario conociese la situación de concurso a la hora de exigir el pago, siempre que el pago del cesionario al cedente se haya efectuado en el año anterior a la sentencia declarativa de concurso, y antes del vencimiento del crédito cedido<sup>209</sup>), pudiendo la administración concursal rescindir las cesiones operadas sobre créditos no surgidos en la fecha de la mencionada sentencia<sup>210</sup>).

En España se establece la validez y eficacia de la cesión de créditos futuros en el contexto del factoring (u otras cesiones bancarias)<sup>211</sup>) y de la titulización<sup>212</sup>). Los requisitos para que opere dicha eficacia son:

- (1) Que el cedente sea un empresario y los créditos cedidos procedan de su

actividad empresarial;

- (2) Que el cesionario sea una entidad de crédito o un Fondo de titulización;
- (3) Que los créditos objeto de cesión al amparo del contrato existan ya en la fecha del contrato de cesión, o nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha, o que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores;
- (4) Que el cesionario pague al cedente, al contado o a plazo, el importe de los créditos cedidos con la deducción del coste del servicio prestado.
- (5) Que en el caso de que no se pacte que el cesionario responda frente al cedente de la solvencia del deudor cedido, se acredite que dicho cesionario ha abonado al cedente, en todo o en parte, el importe del crédito cedido antes de su vencimiento.

De esta lista ya nos hemos referido a la limitación subjetiva de las entidades que pueden actuar como cesionarios, y con posterioridad nos referiremos a la limitación temporal de los créditos futuros. Aparte, es de destacar la exigencia del abono por el cesionario del crédito cedido con anterioridad a su vencimiento, requisito que recuerda a la exigencia del Derecho inglés de que se haya ejecutado la contraprestación ( *executed consideration* ) para distinguir entre el derecho de garantía real, y el contrato para la creación de dicha garantía real<sup>213</sup>).

Sin embargo, no es obvia la respuesta a la pregunta de si los requisitos anteriores pueden aplicarse a las cesiones efectuadas en una operación de titulización. Aunque la DA 3.<sup>a</sup> de la Ley 1/1999 se aplica a las cesiones donde el cesionario es un fondo de titulización, las normas específicas sobre titulización no incluyen las condiciones enumeradas en la misma (ni en el artículo 2.1 del Real Decreto 926/1998, ni tampoco en el artículo Tercero ( Condiciones de cesión a un fondo de titulización de activos ) de la Orden Ministerial EHA/3536/2005). En este punto volvemos a encontrar problemas de coordinación, de esperar cuando la técnica legislativa seguida establece privilegios regulatorios respecto del régimen general de los derechos reales, basados en motivos y sujetos a condiciones cuya ratio no resulta clara ni ofrecen una visión de conjunto plenamente coherente, que permita identificar unos principios comunes.

### **C. Problemas de conformidad con el orden público y límites**

Por último, en el caso de que la cesión de créditos futuros sea válida y eficaz se plantea inmediatamente el problema de los límites de orden público a la misma. Y ello porque, llevada a su extremo, este tipo de cesión permitiría, por un lado, (a) una restricción intolerable de la libertad económica del deudor cedente, lo que nos llevaría a un problema de orden público<sup>214</sup>); y, por otro, (b) una desprotección absoluta de los acreedores ordinarios, que podrían ver cómo el apreciable conjunto de activos de un deudor (o su capacidad de generación de efectivo) quedan en nada en la práctica. En tales casos la exigencia de determinación del Código civil no resulta un límite suficiente, pues basta con que el crédito objeto de cesión sea identificable sin necesidad de convenio posterior; lo que se cumpliría con una cláusula de cesión global en el sentido de la cesión de «todos los créditos futuros» generados por el deudor<sup>215</sup>).

Fuera de este tipo de límites genéricos, el rechazo aparente de los tribunales a retrotraer los efectos «reales», u oponibilidad de la cesión a terceros y al concurso, al momento de suscripción del acuerdo de cesión<sup>216</sup>), con la salvedad de los créditos surgidos con posterioridad, pero dimanantes de relaciones preexistentes al momento del concurso, operaría como el límite implícito más obvio para evitar

el abuso.

Con todo, resta preguntarse si, fuera de lo anterior, existiría algún límite que, explícitamente, restringiría la cesión de créditos futuros en los casos de abuso. Esta pregunta es relevante en los casos donde una disposición normativa específica retrotrae los efectos frente a terceros al momento de la cesión; y cobraría aún más valor si entendiésemos que la protección real se extiende a todos los casos de cesiones de créditos futuros<sup>217</sup>), algo que, en principio, parece desmentido por la jurisprudencia examinada anteriormente (si bien la jurisprudencia es susceptible de variación).

Centrándonos en los supuestos sometidos a reglas específicas, en el caso del factoring (o, en general, de las cesiones sometidas a la DA 3.<sup>a</sup> 1 de la Ley 1/1999) la protección «real» de la cesión se limita a los créditos futuros que nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año . La redacción no aclara del todo si el año se refiere a la actividad o a la existencia o a los créditos<sup>218</sup>). En todo caso, es clara la voluntad del legislador de limitar el efecto «real» de la protección.

Cuestión distinta es si esta limitación se podría aplicar «por analogía» a las cesiones de créditos futuros en general (en el hipotético caso de que nuestro Derecho otorgara protección real a todas las cesiones de créditos futuros). Si bien algunos autores han entendido que sí, entenderíamos, más bien, que la especificidad de la disposición no permite su aplicación analógica<sup>219</sup>). Por un lado, como hemos reiterado, la disposición carece de pretensiones de generalidad<sup>220</sup>). Por otro, no está claro si la ratio del precepto es la de evitar abusos u otra distinta. Además, el límite no es flexible, y susceptible de adaptación al caso concreto, sino rígido (1 año).

En tales casos, por tanto, la solución parece encontrarse en límites genéricos. Un ejemplo sería la noción de «sobregarantía» o «sobreseguramiento», aplicable en aquellos casos donde exista una desproporción entre el valor del bien objeto de garantía y el de la deuda garantizada<sup>221</sup>) (si la cesión se califica como cesión en garantía o prenda de créditos), para lo cual algunos autores proponen tomar como estándar las garantías ofrecidas en operaciones semejantes en el mercado<sup>222</sup>) (con la consiguiente dificultad que ello comporta)<sup>223</sup>). Otra posibilidad operaría en aquellos casos donde la garantía suponga una restricción intolerable de la libertad personal o económica y comercial del deudor<sup>224</sup>).

Asimismo, estas limitaciones inciden sobre los supuestos donde el abuso se comete sobre el deudor cedente; no sobre los restantes acreedores de aquél. Y es que resulta difícil modular los límites en este caso, pues la sola presencia de eficacia real en la cesión de créditos/activos futuros, plena o en garantía, ya constituye un cierto abuso sobre los acreedores, en la medida en que su presencia es desconocida para ellos, por tratarse de una garantía oculta. Quienes defienden la necesidad de dotar de oponibilidad a estas cesiones con motivo de las necesidades del tráfico, como hacen los países anglosajones, no pueden olvidar que en dichos países la eficacia real está supeditada a los requisitos de «perfection» <sup>225</sup>), que, en el caso de los créditos, pasan por la inscripción registral<sup>226</sup>). En líneas anteriores nos preguntábamos acerca de la corrección de asimilar sin más exigencias la cesión de créditos en garantía al régimen de la prenda; en la medida en que ello obvia no sólo el requisito de desplazamiento posesorio, sino el principio (o uno de los principios) que se encuentran detrás del mismo, como es la exigencia de publicidad de las garantías<sup>227</sup>). Si se plantea extender la protección jurídico real a los créditos futuros estas preguntas se vuelven más perentorias. Si, como veremos a continuación, se plantea la extensión a los créditos «rotantes», las preguntas resultan inaplazables.

## **2. Titulización y cesión «rotativa» o «flotante»**

### **A. Consideración del problema**

Aunque pueda parecer un problema análogo al de la cesión de créditos futuros, la cesión «rotativa» presenta peculiaridades propias y dignas de estudio. Para empezar, la dificultad inicial se encuentra a la hora de definir en qué consiste la cesión «rotativa» o «flotante» (plena o en garantía); lo que, a su vez, determina el tipo de problemas jurídicos que deberán ser objeto de tratamiento. Tal como lo hemos expresado más arriba, en esta transacción una parte (cedente) cede a un vehículo (cesionario) los activos adscritos a una actividad económica, por entender que el conjunto resulta superior (como garantía y como generador de efectivo) que la suma de sus partes<sup>228</sup>).

(1) Por un lado, podemos considerar que la cesión «rotativa» o «flotante» plantea un problema de futuridad del objeto de la cesión. Esta postura pasa por considerar que la dificultad intrínseca de este tipo de cesión es la ausencia de conocimiento de los activos que compondrían el patrimonio caso de ser necesaria la ejecución separada, o la protección concursal. Por tanto, el problema, desde el punto de vista de la validez, sería uno de determinabilidad del objeto (que se puede solucionar con relativa facilidad, como hemos visto más arriba<sup>229</sup>). La venta «en globo» o de una totalidad de bienes y derechos se admite en nuestro ordenamiento<sup>230</sup>), por lo que la validez no sería problema.

La eficacia real es una cuestión distinta, y más compleja. Si se identifica el problema de la cesión «rotativa» o «flotante» con el de la cesión de activos futuros, se trataría de dirimir si la protección del derecho del cesionario se retrotrae al momento de la cesión (otorgándole prioridad sobre los bienes), o si se entiende que la protección sólo puede arrancar desde el momento en que los activos (créditos incluidos) pasan al patrimonio del cedente, con lo que no quedaría protegido en caso de concurso, o de embargo.

(2) Por otro, podemos considerar que el problema inherente a la cesión «rotativa» o «flotante», si bien comprende el de la cesión de activos futuros, no es equivalente a éste<sup>231</sup>); sino que añade la cuestión de la extensión de la garantía , o subrogación real . Dejando de lado la cesión de activos futuros, ya examinada, se trataría, pues, de determinar si, y en qué medida, la ley permite la extensión de la protección real dispensada al cesionario a los activos que sustituyen a los inicialmente afectos a la garantía.

### **B. Objeto de la garantía, subrogación real y afectación patrimonial**

La respuesta a si la garantía «rotativa» o la «flotante» serían figuras válidas y eficaces (confiriendo derechos erga omnes al titular de la garantía) no es fácil, y exige al jurista una labor entre creativa y arqueológica, ideando nuevas figuras o ficciones, o desenterrando viejos principios.

En los países anglosajones la figura se encuentra claramente admitida. En Inglaterra sus raíces se encuentran en ciertas disposiciones legislativas que establecían una figura similar<sup>232</sup>), y su posterior admisión por los tribunales<sup>233</sup>). La definitiva aceptación de la «floating charge» vino a través de la elaboración del concepto de «attachment» , el cual permite la creación del derecho de garantía entre las partes, con el efecto de que la garantía se «ajuste» ( fasten ) sobre unos activos concretos<sup>234</sup>). Supeditándolo al cumplimiento de las condiciones fijadas en el acuerdo, se podía posponer el attachment , haciendo «flotar» la garantía, hasta que la potestad de gestión del deudor finalizase por la intervención del acreedor<sup>235</sup>); y así fue admitido por los tribunales<sup>236</sup>).

En Estados Unidos los tribunales eligieron el camino opuesto. Acuñando la denominada «dominion rule», entendieron que no cabía admitir el derecho de disposición del constituyente de la garantía sobre los bienes objeto de la misma, siendo nula cualquier cláusula que así lo estableciera<sup>237</sup>). Por ello la admisión de la figura tuvo que pasar por la reforma legislativa, con la aprobación del texto del Uniform Commercial Code <sup>238</sup>).

En países de la órbita civilista el caso de Italia es aquél donde ha existido una mayor elaboración sobre la cuestión<sup>239</sup>), que ha conducido a la aceptación de la figura por la jurisprudencia<sup>240</sup>). La construcción teórica a través de la cual se articula la inserción del pegno rotativo en el Derecho italiano es la de «operación económica»<sup>241</sup>).

En España, la posibilidad de que un derecho real permanezca inalterado al tiempo que las cosas sobre las que recae se ven modificadas se ha estudiado en relación con la noción de «sustitución del objeto» de la garantía<sup>242</sup>); o la necesidad de distinguir entre «objeto» de la garantía (que puede designarse de modo genérico) y la «cosa» concreta sobre la que recae en un momento determinado<sup>243</sup>). En ambos casos, se ha hecho una referencia genérica al principio de subrogación real <sup>244</sup>), como base del fenómeno.

La «subrogación real» es un concepto escurridizo que ha variado con el tiempo. (1) En su concepción clásica se consideraba una ficción jurídica, y, por tanto, de Derecho estricto<sup>245</sup>), asociada a la idea de «universalidad» de bienes<sup>246</sup>). En el Derecho común anterior la «universalidad» de bienes por excelencia había sido la herencia, pero la teoría clásica tomó como ejemplo el concepto de «patrimonio» (en concreto, el patrimonio personal que contempla el artículo 1911 del Código civil español<sup>247</sup>)).

(2) La reacción frente a esta visión se centró en la crítica a la idea de «patrimonio» personal, como vertebradora de la subrogación real. Las nuevas tesis, pues, defendían, por un lado, la idea de patrimonios «especiales» o «separados», y por otra, la idea del «valor» (el objeto del derecho es un valor, y no un bien individualmente considerado)<sup>248</sup>).

(3) Finalmente, los desarrollos posteriores del concepto disocian la subrogación real de la idea de universalidad. La idea de universalidad, sostienen los autores, parte de la premisa de la fungibilidad absoluta de los elementos que la componen; y actúa con carácter principal para dotar al titular del derecho de acciones de recuperación. La subrogación real, por un lado, actúa, de modo subsidiario, para proteger al titular en aquellos casos donde carece del derecho a perseguir la cosa misma (reipersecutoriedad)<sup>249</sup>). Por otro, y estrechamente relacionado con ello, los bienes y derechos del patrimonio no pierden su importancia individual. Simplemente, la subrogación real permite la fungibilidad relativa de los elementos cuando existe una relación de «filiación» o procedencia entre ellos<sup>250</sup>).

Es decir, las tesis más modernas en Derecho español articulan la subrogación real como una suerte de «remedio» para prevenir situaciones injustas en aquellos casos donde existe una relación (objetiva, entendemos) de procedencia entre los bienes objeto del derecho<sup>251</sup>). Tal sería el caso donde, por ejemplo, el derecho sobre una cosa se extiende al precio satisfecho por la cosa en caso de enajenación a un tercero de buena fe<sup>252</sup>), o a la indemnización por pérdida<sup>253</sup>) (siendo necesaria, en todo caso, habilitación legal).

Esta concepción, sin embargo, deja fuera los casos (principal objeto de estudio aquí) donde la relación entre las cosas no es de filiación o procedencia, sino derivada de su pertenencia a un patrimonio, que es fluctuante por las propias exigencias de movilidad del mismo impuestas por el tráfico económico<sup>254</sup>), y

llevadas a cabo por la gestión activa del deudor o de otra persona en su nombre. En este sentido, tomemos el *pignus tabernae*, como la figura de Derecho romano que más se aproxima a nuestro objeto de estudio<sup>255</sup>). La doctrina concluye que, en ese caso, la extensión de la garantía a las mercaderías no tiene lugar por medio de la subrogación real: la garantía se extiende por el hecho de que los bienes se encuentran situados en la taberna, presumiéndose su afectación a la actividad, sin necesidad de demostrar la relación de «filiación», «procedencia» o «causalidad» entre los bienes<sup>256</sup>). La sustitución de los bienes sin la extinción o novación de la garantía, sin embargo, tiene su base en un fenómeno distinto: la denominación (subjettiva, por las partes) *sub specie universitatis* <sup>257</sup>).

Por tanto, a la pregunta de si en la garantía rotativa o flotante tiene lugar la subrogación real responderíamos que no, porque esta última opera en otro tipo de situaciones, pero eso no responde a la pregunta original de si la garantía rotativa o flotante es eficaz o no en Derecho español<sup>258</sup>). «Huérfano» de base teórica, sólo cabe examinar el supuesto planteado desde el plano de los patrimonios separados o de afectación<sup>259</sup>). Es decir, si la rotatividad de la garantía no sólo opera como resultado de una relación de procedencia entre los bienes o derechos, sino como resultado de su pertenencia a un patrimonio «destinado», o «afectado» por las partes a un fin, será preciso comprobar (1) si el Derecho admite la separación patrimonial de dicho conjunto de bienes de su patrimonio de origen<sup>260</sup>); y (2) si es posible afectar dicho patrimonio separado a la garantía.

Los ejemplos extranjeros sientan un precedente elocuente para nuestro Derecho. En los países anglosajones el fenómeno de la «afectación» o «destinación» se realiza a partir de la institución del *trust*; una figura con la que los países iuscivilistas no nos encontramos excesivamente cómodos. Con todo, en algunos países esta idea ha sido objeto de un proceso de sedimentación. Tal ha sido el caso de Alemania, con los patrimonios de afectación<sup>261</sup>). Sin embargo, por proximidad con nuestro Derecho resulta aún más interesante el fenómeno italiano. En el Derecho italiano el giro paulatino de política legislativa ha conducido al reconocimiento expreso de los *trust* extranjeros, a través de la ratificación del Convenio de La Haya<sup>262</sup>); y, después, a nivel interno, de los actos de destinación para patrimonios en el seno de la empresa<sup>263</sup>); o de la afectación de un patrimonio a la realización de fines dignos de tutela<sup>264</sup>). Estas disposiciones, de modo más o menos explícito, «normalizan» el fenómeno de la afectación patrimonial, y proporcionan el substrato para una teoría del patrimonio autónomo<sup>265</sup>).

Este giro copernicano aún no se ha dado en nuestro país, donde el fenómeno de los patrimonios de afectación se reduce a disposiciones aisladas, bien dentro del Derecho matrimonial y de sucesiones, bien dentro de las instituciones de inversión colectiva<sup>266</sup>). Por tanto, en ausencia de una inserción en el núcleo de nuestra teoría de derechos reales, parece claro que la configuración de patrimonios separados o de afectación a un fin requiere habilitación legal expresa en nuestro Derecho.

### **C. La interpretación de las normas de garantías**

Si en España no existen disposiciones generales (ni una teoría general) del patrimonio autónomo, ni tampoco disposiciones específicas sobre afectación patrimonial aplicables al supuesto que nos afecta, resta comprobar si de las propias disposiciones sobre garantías presentes en nuestro Derecho puede deducirse la posibilidad de afectación de un patrimonio a dichos fines de garantía.

#### **a. La admisión expresa de la «rotatividad» y flotabilidad en normas especiales**

Los supuestos donde expresamente se admite la «rotatividad» son dos: las



garantías financieras (ley especial por razón del objeto)<sup>267</sup>) y el régimen de la prenda en el Código civil catalán<sup>268</sup>) (ley especial por razón del territorio y de las competencias). En el primer caso el artículo noveno del Real decreto Ley 5/2005, sobre acuerdos de garantía financiera, que traspone la directiva del mismo nombre lo establece de modo muy claro<sup>269</sup>). No obstante, el artículo séptimo de la mencionada norma establece muy claramente la limitación de las disposiciones de la norma a aquellos supuestos donde el objeto de la garantía sea efectivo, valores negociables o instrumentos financieros<sup>270</sup>).

En el caso del Código civil catalán el régimen establecido es mucho más general, permitiéndose la sustitución de todo o parte de los bienes pignorados « si la prenda recae sobre bienes fungibles y se ha pactado expresamente» <sup>271</sup>). No obstante, el régimen jurídico mantiene el requisito de desplazamiento posesorio (a favor del acreedor o de una tercera persona)<sup>272</sup>). Por otro lado, el mecanismo jurídico empleado es el de la «sustitución del bien», cuando estos son fungibles, y no el de la pignoración de un conjunto de bienes designados sub specie universitatis , lo que arrojan algunas dudas sobre la posibilidad de prenda flotante en su sentido más amplio. En todo caso, su carácter de norma especial por razón del territorio impediría, en principio, considerarla como base para la conformación de principios aplicables de modo supletorio a transacciones a las que la norma no resulte directamente aplicable<sup>273</sup>).

## **b. La Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento**

Moviéndonos de lo específico a lo general, existe cierta flexibilidad en las normas sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento. Hay disposiciones que recogen claramente el fenómeno de la subrogación real, como las relativas a la extensión de la garantía a la indemnización por pérdida<sup>274</sup>), o a los frutos civiles<sup>275</sup>). Éstas se corresponden con dos de los tres supuestos de extensión de la garantía a los proceeds en el artículo 9 del Uniform Commercial Code<sup>276</sup>); pero es la posibilidad restante (extensión como consecuencia de actos dispositivos) la que consagra la «garantía flotante» como tal. La LHMPSD afirma que la hipoteca mobiliaria de establecimiento mercantil (A) comprende necesariamente el derecho de arrendamiento sobre el local<sup>277</sup>); (B) comprende, salvo pacto en contrario, el nombre comercial, rótulo del establecimiento, marcas distintivas y demás derechos de propiedad industrial e intelectual, y las máquinas, mobiliario, utensilios y demás instrumentos de producción y trabajo <sup>278</sup>); y (C) puede extenderse, si así se pacta, a las mercaderías y materias primas destinadas a la explotación propia del establecimiento <sup>279</sup>). La prenda sin desplazamiento, por su parte, puede establecerse sobre frutos pendientes, cosechas esperadas, animales, máquinas y aperos (sólo en explotaciones agrícolas y forestales)<sup>280</sup>), máquinas, mercaderías y materias primas<sup>281</sup>), colecciones de objetos de valor artístico e histórico y créditos<sup>282</sup>). Sin embargo, a pesar de esta aparente flexibilidad, hay varios argumentos contra la admisibilidad de una garantía «flotante» en sentido pleno.

(A) En primer lugar, la exigencia de identificación de los bienes afectos a la garantía en la escritura de hipoteca<sup>283</sup>) o prenda<sup>284</sup>). Es decir, en principio el objeto del derecho de garantía lo constituyen una serie de bienes determinados , y no una universalidad de bienes, como la empresa o entidades similares<sup>285</sup>).

(B) En segundo lugar, al menos para el caso de la prenda, las limitaciones para el uso por el dueño de los bienes pignorados. A estos efectos, el dueño de los bienes pignorados «tendrá la consideración de depositario» y tendrá derecho a usar los bienes «sin menoscabo de su valor» <sup>286</sup>). No se aclara si ello incluye la posibilidad de venderlos o sustituirlos; aunque la exigencia de que los bienes pignorados «no se podrán trasladar del lugar en que se encuentren, según la

escritura o póliza, sin consentimiento del acreedor» 287), parecería arrojar una respuesta negativa, que se ve confirmada por el artículo que establece el derecho de adquisición preferente del acreedor «cuando el deudor, con consentimiento del acreedor» decidiera venderlos288).

(C) En tercer lugar, el carácter excepcional de la normativa sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento289); lo que, unido al sistema de publicidad registral y a la exigencia de identificación de los bienes, suponga que los principios de esta legislación no puedan extenderse a supuestos no expresamente regulados por ella.

(D) Como consecuencia del argumento primero, el mecanismo en virtud del cual opera la ley es el de la «extensión» de la garantía inicialmente establecida sobre unos bienes a otros, o la «subrogación» de estos últimos como objeto de dicha garantía. Asimismo, se atiende a una conexión objetiva entre bienes, sea de «procedencia» o «causalidad» (ej. indemnización o frutos) o de «localización» (ej. bienes que se encuentren en el establecimiento); sin dejar espacio a otro tipo de relaciones entre bienes dispuestas por las partes (ej. pertenencia a una determinada actividad económica). Es decir, al no existir una garantía sobre una universalidad, la sustitución se contempla como excepción, más que como regla, para los casos donde exista una conexión contemplada por la ley, al margen de la que establezcan las partes.

En algún supuesto aislado donde se pactó la sustitución del objeto de la garantía, fuera de los supuestos tipificados por la ley, los tribunales aceptaron que la prenda sin desplazamiento se extendiese sobre los bienes en sustitución, entendiendo que el formalismo de la interpretación contraria arrojaría un resultado injusto290). Pero este caso se planteó entre el acreedor y el deudor, y no es posible aventurar si los tribunales serían igualmente flexibles de existir derechos de terceros en liza291).

### **c. El régimen de la prenda, y la posibilidad de combinar regímenes**

Fuera de la prenda sin desplazamiento, y con carácter general, sólo cabe remitirse al régimen de la prenda. Si bien con anterioridad observamos la flexibilidad de los tribunales a la hora de adaptar los requisitos de la prenda a la garantía sobre créditos, en el caso donde el objeto de la garantía es un conjunto flotante de activos (incluyendo bienes muebles) volvemos a topar con el requisito del desplazamiento posesorio. Y aquí no es posible concluir que los tribunales sean igualmente laxos. Ante la ausencia de este requisito la jurisprudencia ha sido más estricta (declarando el negocio nulo292)) o más permisiva (admitiendo la posible validez del acuerdo inter partes 293)), pero no han llegado a otorgarle efectos reales erga omnes .

Una duda adicional es la de si cabría plantear la posibilidad de una suerte de garantía flotante sintética . Esto es, ¿podrían combinarse los diferentes tipos de garantías de modo que el resultado del «paquete» fuese una garantía flotante? En principio, siempre que se respeten las reglas imperativas de cada norma, no parecería haber problema. Cabría, pues, establecer varias hipotecas mobiliarias sobre los diferentes establecimientos mercantiles del deudor, más una prenda sin desplazamiento sobre los créditos resultantes de la venta de los bienes. La duda, no obstante, seguiría planteándose sobre si el Derecho español permite la transferencia de activos de una garantía a otra, como si fuesen vasos comunicantes; o bien contempla las garantías como compartimentos estancos no susceptibles de manipulación contractual. Es decir, entendemos que la «garantía flotante sintética» no supondría nunca una solución global y plenamente satisfactoria, en la medida en que no despeja las dudas ni resuelve los problemas,

pues sigue planteando una garantía oculta y potencialmente global en un ordenamiento que no mira con buenos ojos ni a una ni a la otra. Todo ello resulta claramente disuasorio para el empleo de la figura.

#### **d. «Rotatividad» y evolución**

Dicho esto, la regla general contraria a admisibilidad de la figura ¿es una regla absoluta? Claramente, no. La trasposición de la Directiva de Acuerdos de Garantía Financiera permite la «rotatividad» cuando el objeto lo constituye un conjunto de valores o dinero<sup>294</sup>). Pero la trasposición de esta norma no debe oscurecer el hecho de que, en la práctica transaccional en España ya se venía dando la constitución de prenda sobre carteras de valores dinámicas<sup>295</sup>).

Ello nos debe conducir a una última reflexión sobre la «rotatividad» o «flotabilidad» de la garantía. La admisibilidad, como excepción, de la modificación de la cosa objeto de la garantía se subordina no sólo al elemento «subjetivo» de la autonomía de la voluntad de las partes (que deciden designar el objeto), sino a la presencia de determinados elementos «objetivos». En el caso de la subrogación real, es la relación de «procedencia»; en la extensión de la hipoteca de establecimiento mercantil, es la «situación» de los bienes; en el caso de la cartera de valores, es la fungibilidad objetiva<sup>296</sup>) de éstos, de tal modo que, no sólo para las partes, sino para el tráfico jurídico y económico lo relevante no son los valores individuales, sino el valor que representan. De todas las relaciones objetivas, la de fungibilidad parece más flexible, en la medida en que, aun fuera de habilitación legal expresa<sup>297</sup>), ha permitido la sustitución de la cosa<sup>298</sup>). Por el contrario, impone restricciones fácticas, en el sentido de que no existirá fungibilidad objetiva cuando, para el propio tráfico, los bienes no sean claramente fungibles. Y, entendemos, no lo serán salvo que tengan la misma naturaleza (valores) pero tampoco en ausencia de mecanismos técnicos que permiten su localización, trazabilidad, circunscripción y control, incluso publicidad (la cuenta de valores del banco, o las anotaciones en cuenta del registro de Iberclear). Por tanto, el sistema español mantiene un principio contrario a la «rotatividad» o «flotabilidad» de la garantía, que sólo resultará admisible cuando, más allá de la designación de las partes, existan claros elementos objetivos, con carta de naturaleza legal o consagrados en la práctica o costumbre negocial, que, a su vez, respeten los principios del Derecho de garantías.

### **3. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia**

La conclusión del apartado anterior es que el Derecho español, en su estado actual, no admite, en general, la denominada «garantía flotante», lo que, a su vez, limita seriamente las posibilidades de la «titulización de negocio» como mecanismo de financiación. No obstante, es crucial ser humilde en esta rama del Derecho. En ausencia de disposiciones legales expresas, se trata de cuestiones de matiz, en una rama del Derecho sujeta no sólo al vaivén de la jurisprudencia, sino de la tecnología<sup>299</sup>), de ahí que tenga sentido plantearse qué ocurriría si las garantías flotantes se admitiesen con carácter general.

Y la respuesta es que los problemas planteados anteriormente seguirán existiendo, algunos como problemas de validez o eficacia jurídica, y otros reformulados como problemas de eficacia práctica. Tomemos, para empezar, la cuestión de fondo de la naturaleza oculta de la garantía. Ello plantea la pregunta de cuándo y en qué medida adquiere la garantía eficacia real frente a terceros. (A) Por un lado, la interpretación de cierta jurisprudencia indicaría que la garantía no sería efectiva respecto de los activos o créditos que, en el momento de firmar el acuerdo, fuesen futuros<sup>300</sup>). No obstante, la admisión de la garantía flotante requeriría la modificación de esta jurisprudencia, de modo que hay que partir de esa base.

Hecha esta precisión, (B) otra posibilidad sería decir que la eficacia real se retrotrae al momento de firma del acuerdo, o al de inscripción registral de la garantía<sup>301</sup>) (caso de la hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento). No obstante, esta solución funciona cuando el modelo pactado por las partes implica la generación de créditos por el deudor, que pasan a ser cobrados por el acreedor, el cual se apropia de los fondos. No así cuando dichos créditos, y el efectivo que generan, se reutiliza para adquirir otros activos y así sucesivamente. Es decir, no cabe decir que la garantía es plenamente efectiva en el momento de suscripción del acuerdo o de inscripción registral, en la medida en que el deudor puede enajenar o gravar libremente los bienes. Para solucionar este problema el Derecho inglés emplea la noción de «cristalización»<sup>302</sup>). Es decir, el deudor es libre de realizar transacciones sobre los bienes hasta un momento determinado, en el cual el acreedor interviene (generalmente como resultado del impago o el deterioro financiero del deudor), y la garantía «cristaliza», retrotrayendo sus efectos al momento de la suscripción<sup>303</sup>).

El sistema, de este modo, tiene sentido, pero la pregunta es si estas elaboradas distinciones entre validez, eficacia y cristalización se pueden extraer de una legislación cuyas disposiciones no contemplan, ni remotamente, estos problemas, y en un sistema, como el español, donde los tribunales no pueden recurrir al common law, ni a la equidad, como fuente del Derecho, como sí pueden hacerlo los anglosajones<sup>304</sup>).

Naturalmente, el conflicto con los derechos de terceros no se frena por el hecho de establecer reglas en materia de cristalización, pues sigue abierta la cuestión del abuso por parte del acreedor del mecanismo de la garantía flotante, en un modo similar al que ya contemplábamos para el caso de la cesión de créditos futuros. A este punto resultan aplicables las consideraciones expresadas anteriormente para los créditos futuros, y es necesario reiterar que los límites basados en el abuso del Derecho resultan siempre genéricos e inciertos. Por ello, países como Inglaterra, que admiten la floating charge, han establecido disposiciones expresas que subordinan el derecho del titular de la garantía al de acreedores con privilegio general, como los trabajadores<sup>305</sup>), los cuales resultarían pospuestos si la garantía flotante se comportara, en puridad, como una verdadera garantía.

Es decir, se entiende que la idiosincrasia de la garantía flotante la hace más propensa a abusos, y debe comportar mayores límites, lo que, a su vez, conduce a problemas de caracterización de la garantía como fija o flotante<sup>306</sup>). Asimismo, aun en ausencia de límites normativos, seguirían existiendo dudas acerca de la justicia de una solución que otorgue preferencia al crédito del titular de la garantía flotante sobre el crédito otorgado por un tercero para la adquisición específica de determinados activos, y con garantía específica sobre dichos activos. En Derecho estadounidense, aun cuando las reglas generales otorgarían preferencia al acreedor «flotante», se introduce una excepción bajo la denominación Purchase Money Security Interest (PMSI) para evitar que una garantía flotante tenga el efecto perverso de que el deudor no pueda acceder a más fuentes de crédito justo cuando más lo necesita<sup>307</sup>).

Por último, aun establecida la eficacia real desde el punto de vista legal, cabe plantearse cuál sería la eficacia real efectiva de la garantía (y los problemas de «gobierno» que ocasiona). En este sentido, no es casualidad que la admisión de la garantía flotante se haya circunscrito a los pools de activos financieros<sup>308</sup>), que no dejan de ser conjuntos relativamente circunscritos y homogéneos, donde la contabilidad del banco proporciona una cierta trazabilidad y control.

Si la técnica se extrapola a cualquier caso, y el único límite es la imaginación de las partes, la pregunta que surge instantáneamente es cómo puede el acreedor

controlar los bienes afectos a la garantía, y su realización una vez la misma haya «cristalizado». Recordemos los problemas de agencia que se planteaban en un supuesto de simple cesión de créditos donde la función de «servicing» seguía en manos del originador.

Pensemos ahora en un supuesto mucho más complejo, donde el deudor (o su administración concursal) no sólo debe decidir si y cuántos recursos dedica al cobro de los créditos cedidos. Ahora debe decidir también cuántos recursos dedica a gestionar los activos sujetos a la garantía flotante, y a generar más activos sujetos a dicha garantía. Parece que, en un gran número de casos, existe un fuerte incentivo a descuidar esta actividad, reasignando recursos a otras que resulten más beneficiosas para los demás acreedores, sin que existan mecanismos legales aparentes en nuestro Derecho que sirvan de freno<sup>309</sup>). Es decir, admitida la eficacia real sobre créditos y otros activos futuros y/o rotantes, los que surjan de modo automático pasarían a ser propiedad del cesionario o a integrar el objeto de la garantía<sup>310</sup>). El resto, los que requieran una gestión activa (lo que puede ser la mayoría), necesitarían de mecanismos adicionales de protección para poder hablar de un auténtico efecto real.

Como mecanismos de control la LHMPD sólo contempla para la hipoteca de establecimiento mercantil el derecho del acreedor a inspeccionar el giro y tráfico del establecimiento, pero sin estorbar su normal desenvolvimiento<sup>311</sup>). Es decir, la norma reconoce el conflicto entre el interés del acreedor garantizado, y el interés no sólo del deudor, sino de sus demás acreedores. En este conflicto la solución parece inclinarse del lado del deudor. Ahora bien, ¿cambiaría el equilibrio si ha tenido lugar un acto de «cristalización»? ¿Qué tipo de actuaciones se admitirían?

En Derecho inglés el problema se solucionaba mediante el régimen de receivership, en virtud del cual se permitía al titular de una floating charge nombrar a un receiver que continuaría operando la actividad para dejarla en un buen estado, antes de transferir los activos a una nueva sociedad, de modo que puedan ser vendidos a un comprador<sup>312</sup>). Asimismo, el titular de la floating charge podía bloquear el nombramiento de un administrador, cuya prioridad es la de reflotar la sociedad<sup>313</sup>). No obstante, con posterioridad el legislador entendió que esta situación conducía a abusos, y las posteriores reformas eliminaron la posibilidad de nombramiento de un receiver por el titular de la floating charge<sup>314</sup>), el cual sí podrá nombrar un administrador<sup>315</sup>). Es decir, mientras que en un primer momento se otorgaba el control al acreedor, planteándose un problema de agencia donde éste era el agente y los restantes acreedores los principales, en la actualidad la situación es casi la inversa, como resultado de un giro de política legislativa que trata de fomentar el reflote de la sociedad, más que su liquidación.

La anterior explicación trata de poner de manifiesto que el análisis de la admisibilidad de la garantía flotante no es un mero ejercicio académico, reconducible al estudio de las reglas del Derecho patrimonial. Plantea cuestiones muy complejas de política legislativa, necesita disposiciones de acompañamiento en materia de control y distribución de poderes, y es terreno abonado para posibles abusos, lo que requiere reglas de «gobierno». Todas estas son cuestiones que deben ser tenidas en cuenta por los tribunales y el legislador. Es decir, aun cuando la garantía flotante resulte una criatura interesante para invitarla a nuestra casa, tiende por desgracia a rodearse de compañías problemáticas, para las que es preciso articular controles.

## **V. TITULIZACIONES SINTÉTICAS, CLÁUSULAS DE CAMBIO DE PREFERENCIA Y**

# OTROS PROBLEMAS

## 1. El incierto panorama de la titulización sintética

La titulización de efectivo o de flujo de caja ha sido introducida en los países civilistas a través de normativa específica<sup>316</sup>), y ello a pesar de que su mecanismo subyacente (la cesión de créditos) es ampliamente conocido y aceptado en tales ordenamientos. Por ello, la admisibilidad de la titulización sintética, mediante el uso de contratos de derivados, es una cuestión controvertida<sup>317</sup>). ¿Necesita un sujeto autorización para suscribir un contrato de derivados? ¿En todos los casos? ¿Debe tratarse de un sujeto regulado y sometido a licencia? Una respuesta inadecuada a estas cuestiones puede suponer la nulidad absoluta de una transacción de gran volumen, de ahí su importancia.

Algunos países se plantearon la titulización en su versión tradicional de flujo de caja, de modo que la legislación adoptada tenía este modelo en mente. Tal es el caso de Italia, cuya ley de cartolarizzazione regula expresamente las operaciones de titulización mediante cesión de créditos<sup>318</sup>). Ello responde a la pregunta de si la norma específica regula la titulización sintética (negativo), pero deja en el aire si es posible la titulización sintética fuera de dicha normativa. En principio, y debido a las limitaciones en materia de derivados<sup>319</sup>) nos inclinábamos por una respuesta negativa.

En el otro extremo se encuentran países como Francia, que han decidido acoger expresamente la versión sintética entre sus disposiciones en materia de titulización<sup>320</sup>). La norma francesa lo permite siempre y cuando se remita un «programa de actividades» al organismo supervisor<sup>321</sup>), y con la exigencia de que la pérdida neta máxima del organismo, resultante del conjunto de contratos financieros concluidos, evaluada en cualquier momento, nunca pueda ser superior al valor del activo<sup>322</sup>).

El problema de esta legislación es que se regulan conjuntamente dos figuras que, si bien coinciden en su efecto económico, difieren en cuanto a la técnica jurídica, lo que dificulta sobremanera la determinación de las normas de aplicación supletoria. Ahora bien, el problema de la norma francesa no es nada comparado con el de la española. En España la legislación sobre titulización se redactó pensando en el modelo «clásico», de efectivo/flujo de caja, que utiliza la cesión como medio<sup>323</sup>). Sin embargo, en la Ley 62/2003, de 30 de diciembre de medidas fiscales, administrativas, y del orden social, junto a otra batería de medidas, se adoptó un artículo 97 del siguiente tenor:

Artículo 97. Titulización sintética de préstamos y otros derechos de crédito.

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

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

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

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

Tres. Las operaciones de titulización sintética se regirán por lo dispuesto en el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Titulización con las adaptaciones que sean necesarias. A estos efectos, las referencias en dicho Real Decreto a cesiones de créditos, cedentes y activos cedidos o incorporados al Fondo se entenderán hechas, respectivamente, a los contratos de derivados crediticios, las contrapartes de dichos contratos y los derechos de crédito de referencia cuyo riesgo se transmita al Fondo en virtud de los mismos.

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

Por si quedaba alguna duda, aclararemos que ningún Gobierno hizo uso de la habilitación normativa concedida por el apartado «Cuarto» de la disposición, lo cual deja, en un panorama complejo como la titulización sintética, una autorización clara, un desarrollo inexistente y no pocas dudas en cuanto a la regulación supletoria de la materia.

La disposición es clara en cuanto a la autorización de la titulización sintética. La referencia a un término «comercial» y no legal es, en ocasiones, criticable desde el punto de vista de técnica legislativa, pero probablemente inevitable en este caso, y, en todo caso, subsanable mediante el recurso a las circulares del Banco de España<sup>324</sup>). Más allá de las definiciones, la norma española es coherente con la operativa de la titulización sintética, al hacer referencia (1) a la cesión del riesgo mediante contratos de derivados crediticios y (2) a la posible composición del activo del fondo mediante depósitos y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales. Así se resalta la característica principal de la titulización sintética, como es la disociación entre los activos cuyo riesgo se transfiere, y los activos (del vehículo) utilizados para cubrir dicho riesgo. Aparte, la norma exige que la contraparte del derivado sea un intermediario financiero, lo que concuerda con la práctica habitual de este tipo de transacción<sup>325</sup>).

Tratándose de una disposición «habilitante» la norma no dice mucho más, pero sí efectúa una genérica remisión a la normativa general de titulización. Y este aspecto es el que resulta más problemático. Ambos tipos de transacciones, insistimos, tienen un mismo propósito financiero, pero, desde el punto de vista jurídico, su operativa es muy distinta. Lo único que hace la norma para acomodar la titulización sintética en el RD 926/1998 es especificar que las referencias del real decreto a la cesión de crédito, cedente y activos del fondo se entenderán hechas a los contratos de derivados, contrapartes y derechos de crédito de referencia (lo que serían las Reference Obligations en terminología anglosajona). Es decir, la regulación se centra en los activos cuyo riesgo se cubre, y no en los activos utilizados para cubrirlo. No obstante, más allá de ello la norma establece que el real decreto se aplicará con las adaptaciones que sean necesarias, lo cual difícilmente puede resultar tranquilizador.

En algunos aspectos las dificultades no resultan difíciles de subsanar. Por ejemplo, el hecho de que los derechos de crédito de referencia puedan variar en el tiempo no supone un problema excesivo, en la medida en que nuestro Derecho es más flexible cuando lo que fluctúa es la obligación garantizada que cuando lo hace el objeto de la garantía<sup>326</sup>). Tampoco supone un problema interpretativo la exigencia de homogeneidad en los activos del fondo, que se entenderá referida a

los derechos de crédito de referencia, y no a los que compongan el activo del fondo.

Otras cuestiones resultan más problemáticas: (A) En primer lugar, la exigencia de que la cesión al fondo sea «plena e incondicionada» resulta más o menos clara en el contexto de un contrato de cesión. En el caso de contratos de derivados podría, sin embargo, plantearse el problema de cuál sería el «equivalente funcional» en la realidad «virtual» sintética de una cesión plena e incondicionada. (B) En segundo lugar, las estrictas normas sobre composición del activo contempladas en el real decreto sólo son aplicables a las obligaciones garantizadas (o «derechos de crédito de referencia», como se quiera) pero no al activo real del fondo de titulización. Para éste el único «límite» que se plantea es la referencia del artículo 97 antes referido a que el activo «podrá estar integrado» por depósitos y valores de renta fija negociados<sup>327</sup>). (C) En tercer lugar, en una titulización de efectivo los activos cuyo riesgo se transmite son los mismos que los activos que garantizan la posición de los inversores. Por tanto, la exigencia de una cesión «plena e incondicional» funciona para asegurar tanto la transmisión del riesgo por el cedente, como la eficacia de los derechos de los inversores frente a terceros (la cesión plena e incondicionada da derecho a la separación e impide la recharacterización<sup>328</sup>). En la titulización sintética, al ser dos grupos de activos distintos la exigencia sólo funciona para el primer propósito, dejándose el segundo a la autonomía de las partes. Y, como veremos a continuación, la configuración por las partes de los derechos sobre el activo del fondo no siempre garantiza los derechos de los inversores en sede concursal.

## **2. Titulización sintética y cláusulas de cambio de preferencia (I). El problema en la jurisprudencia comparada**

En la titulización sintética la transmisión del riesgo se efectúa mediante contratos de derivados, que poseen únicamente efectos personales, de modo que la transacción no estaría protegida frente al riesgo de concurso de la contraparte del derivado si no existiesen activos sobre los que ejecutar la garantía real (el activo del fondo). El problema es que dichos activos garantizan no sólo la posición de los inversores frente al impago de la contraparte, sino también la posición de esta contraparte frente al impago (o deterioro) de las Obligaciones de Referencia cuyo riesgo ha sido transmitido. Con el objetivo de ordenar los intereses de ambas partes las transacciones suelen incluir cláusulas de «variación de la preferencia» (priority flip). Así, ambas partes (contraparte e inversores) tendrán un derecho real sobre los activos, pero la clave se encuentra en la preferencia/subordinación de sus intereses: el derecho de la contraparte tendrá preferencia, pero, si ocurre un Evento, como la insolvencia o el deterioro patrimonial de dicha contraparte, caso en el que tendrá preferencia el derecho de los inversores.

La pregunta, lisa y llanamente, es si semejante cláusula es válida o sería nula de pleno derecho por aplicación de las normas relativas a la masa del concurso. Desde un punto de vista económico lo cierto es que la masa se encuentra, tras la concurrencia del presupuesto objetivo del concurso, en una situación peor a la existente inmediatamente antes del concurso. Ahora bien, la siguiente pregunta es si para anular el acuerdo basta con el test del empeoramiento económico de la situación, o es necesario realizar consideraciones de índole puramente jurídica.

Tal es el mar de fondo en la saga jurisprudencial del caso Perpetual Trustee, decidido en sentidos opuestos a uno y otro lado del Atlántico (Inglaterra<sup>329</sup>) y Estados Unidos<sup>330</sup>). En Inglaterra la cláusula quedaba fuera del ámbito de las acciones específicas de integración de la masa contempladas por la ley, y restaba determinar si la misma era contraria al denominado principio de anti-deprivation<sup>331</sup>), en virtud del cual un deudor no tiene derecho a pactar con terceros la



realización de disposiciones sobre su propiedad, o un reparto de bienes distinto al que resultaría del concurso<sup>332</sup>).

Si bien la «priority flip» no afecta a la segunda parte del principio, es cuestionable desde la primera. Los tribunales ingleses, con todo la declararon válida sosteniendo que: (1) los activos objeto de la garantía habían sido adquiridos con los fondos de los inversores; (2) la cláusula no afectaba a la «propiedad», sino al orden de preferencia sobre la misma<sup>333</sup>), y (3) la cláusula «flip» afectaba a la sustancia del derecho real, asegurando que, desde el principio, estuviese sometido a condición, y (4) el principio de anti-deprivation no resultaba aplicable, pues la cláusula se había activado por la insolvencia de la entidad Lehman Brothers Holding Inc, parte del mismo grupo pero distinta de Lehman Brothers Special Financing, que es la que se vio afectada por la cláusula, de modo que la misma operó en el lapso temporal entre la insolvencia de la primera y la de la segunda; esto es, antes de la insolvencia de la entidad afectada por la cláusula.

Con la excepción del cuarto de los argumentos, los demás han sido objeto de críticas por la doctrina inglesa más autorizada<sup>334</sup>). De hecho, los tribunales estadounidenses fallaron en sentido contrario, anulando la cláusula<sup>335</sup>). Sin embargo, es difícil realizar la comparación, en la medida en que el juez americano basó su decisión no en un principio general, sino en una regla específica de protección de la masa activa, que declara la nulidad de las cláusulas de resolución automática, o disposición automática de propiedad en caso de insolvencia<sup>336</sup>)(las denominadas «cláusulas ipso facto »). Como nota interesante, el juez interpretó de modo expansivo la regla, sobre la base de que la disposición habla de cláusulas que se activan en un supuesto de insolvencia (no el supuesto de la insolvencia del deudor) entendiendo que, a estos efectos, tanto daba el concurso de la parte afectada por la cláusula como de la matriz de su grupo<sup>337</sup>).

### 3. Titulización sintética y cláusulas de cambio de preferencia (II). La norma española y la necesidad de interpretación

¿Cómo se decidiría un caso semejante en España? Nuestra Ley Concursal declara inválidas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes<sup>338</sup>). Sin embargo, el Real Decreto-ley 5/2005, en la parte que transpone la Directiva sobre Acuerdos de Garantía Financiera, preserva dichos acuerdos de garantía financiera y las cláusulas de vencimiento y liquidación anticipados en los acuerdos de compensación contractual<sup>339</sup>). La cuestión es si la cláusula de variación de la preferencia forma parte «indisoluble» del acuerdo de garantía, o del acuerdo de compensación<sup>340</sup>), de manera que la protección concursal de estos deba extenderse a la cláusula, o bien se trata de un acuerdo separado, susceptible de enjuiciamiento sobre la base de las reglas generales, y, por ende, anulable. El juez americano, ante un problema similar (la legislación americana contiene excepciones a la regla de las cláusulas ipso facto para el caso de acuerdos swap) falló en sentido negativo<sup>341</sup>), pero sería necesaria una correcta interpretación teleológica de la norma española y europea.

### 4. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia

Si bien el problema de la saga Perpetual Trustee puede minimizarse aludiendo a su especificidad, o mitigarse mediante cambios en la redacción de los documentos y la estructura de los derechos de las partes, la realidad subyacente es difícil de eliminar. Como en los anteriores supuestos de transacciones fuera de balance se ha analizado el problema de la eficacia real de la separación patrimonial, y, con ello, de los derechos de los inversores. Pero ello no puede llevarnos a apartar la vista de que la separación patrimonial y la división entre los derechos económicos

y derechos de control sobre dicho patrimonio trae también consigo conflictos de agencia, que inciden directamente en la ejecución práctica de dicha separación. Tales conflictos siempre se plantean entre las partes que diseñan la transacción y los inversores que la financian, y las transacciones sintéticas no son una excepción.

Así, como antes adelantábamos, las normas sobre titulización españolas aplican las exigencias sobre el activo del fondo a los derechos de referencia, garantizados por el fondo, pero no a los activos reales del fondo (generalmente, depósitos y valores de renta fija libres de riesgo). Ello supone que las normas sobre composición<sup>342</sup>) y transparencia<sup>343</sup>) del activo del fondo no resulten aplicables al activo real del fondo de la operación sintética. Esta ausencia de controles puede provocar que las partes que diseñan la transacción (sponsor, contraparte del swap, etc.) utilicen los vehículos de titulización como una suerte de «papelera» o «vertedero» para aquellos activos que, a pesar de mantener una alta calificación (en la titulización sintética casi siempre se exige) no encuentran fácil acomodo en el mercado<sup>344</sup>).

Este tipo de riesgo se encuentra también muy presente en las transacciones sintéticas que se han puesto de moda con posterioridad a la crisis: los exchange traded products, respecto de los cuales se ha indicado que pueden ser utilizados como base por un banco para obtener financiación contra una cartera ilíquida de activos que, de otro modo, no podría ser financiada<sup>345</sup>). Asimismo, junto con esta posibilidad, más obvio, los bancos pueden utilizar como garantía activos que no tienen nada que ver con los activos garantizados (una posibilidad muy extendida en el mercado) con el resultado de que, en caso de impago, dejaría a los inversores con activos que nada tienen que ver con aquellos en los que invirtieron<sup>346</sup>).

## VI. CONCLUSIONES

El presente trabajo ha tratado de describir algunos de los problemas más importantes y perentorios que afectan a las transacciones de financiación estructurada «fuera de balance», que constituyen la punta de lanza de la moderna financiación con garantía. En presencia de estos problemas se puede adoptar la estrategia de la zorra y las uvas, y entender que son demasiado específicos y propios de otras jurisdicciones como para que su discusión resulte provechosa al Derecho español. Pero es sorprendente la facilidad con la que la estrategia de la zorra desemboca en la del avestruz, que tiene que enterrar la cabeza para poder negar que el problema existe. El presente trabajo no tiene la pretensión de solucionar todos los problemas; ni tan siquiera de proponer soluciones a todos ellos. Pero sí la de proponer algunas soluciones y, sobre todo, reconocer que los problemas existen, afectan a nuestro Derecho, y, por ello, debemos admitir, con humildad, que carecemos de respuestas ciertas en un sector con gran necesidad de certeza. Pretende, también, extraer algunas conclusiones generales:

Primera, el cambio en la importancia económica de los bienes muebles, y, más importante, de los derechos incorporales, ha conducido a una cantidad extraordinaria de retos, derivados de la necesidad de adaptar concepciones clásicas («propiedad», «posesión», «garantía» etc.) a esquemas de relaciones necesariamente distintos.

Segunda, los problemas no son meramente semánticos; sino que subrayan conflictos entre los principios que subyacen al sistema de derechos reales y concurso: ¿en qué medida la equidad del procedimiento concursal debe respetar la certeza de la situación anterior al concurso?; ¿cuándo se entiende que las partes regulan sus relaciones anteriores al concurso, y cuándo el reparto de derechos una

vez iniciado aquél? En el conflicto entre la necesidad de proteger las expectativas contractuales y la protección de los derechos de terceros, ¿dónde cae el fiel de la balanza del Derecho español? Como consecuencia ¿qué tolerancia tiene el Derecho español para las garantías ocultas?

Tercera, los casos examinados son complejos por la confluencia de criterios de política legislativa que, al mismo tiempo, son prioritarios y contrarios: (1) la necesidad de asegurar el correcto reparto de los activos entre los acreedores, (traducido en el par conditio creditorum ), y (2) la necesidad de respetar la certeza del status quo anterior a la situación de concurso, permitiendo a los acreedores conocer sus derechos, (excepciones a la par conditio creditorum ). El principio de certeza jurídica se ve realizado en el contexto de las transacciones financieras, donde la certeza sustenta, a su vez, (3) la liquidez y estabilidad del sistema. La presencia de (2) y (3) se plasma en reglas que, en ocasiones, resultan poco armónicas con los compromisos alcanzados entre (1) y (2) para el caso general, lo que conduce constantemente a preguntarse, en aquellos casos no cubiertos por la regla específica, si el principio aplicable es el principio informador de la regla específica, o el general para todo tipo de transacciones.

Cuarta, las normas de tipo regulatorio y patrimonial, ya de por sí en precario equilibrio, deben hacer frente a otros problemas, catalogados como «de agencia». Tales problemas tienen una relación de retroalimentación con la separación patrimonial: son consecuencia de ella, y, a su vez, inciden en su efectividad, pero plantean dilemas que no se resuelven mediante normas de protección jurídico-real, sino de control y de conducta (entre otras). Y aunque la presencia de tales normas es palpable cuando la separación patrimonial ocurre en el contexto societario, no se ha considerado tan necesaria en el contexto puramente jurídico-real, a pesar de que algunos de los problemas son análogos. La resolución del problema de aislamiento patrimonial requiere, para ser efectiva, la resolución del problema de «gobierno» de la transacción.

Ello nos conduce a la última reflexión del trabajo: como indicábamos al principio de la introducción, la reflexión sobre los fundamentos del Derecho nace, generalmente, del asombro y la perplejidad del jurista ante los casos difíciles. Siendo la conexión tan clara entre perplejidad-reflexión, y entre casos difíciles y soluciones básicas o «fundamentales», cabe concluir que áreas tan complejas como la financiación estructurada no necesitan más soluciones parciales basadas en circunstancias específicas, sino un acomodo definitivo en nuestro sistema de derechos reales y derecho concursal. Y tal acomodo debe necesariamente venir precedido de un proceso de reflexión, bien de tipo «conceptualista», que elabore sobre las nociones de «derecho real», «garantía», «concurso», etc., o «principalista», que elabore sobre los motivos que inspiran los principios básicos de la protección a la parte contratante y a los terceros afectados. Si ello conduce a un cambio en la manera de entender los fundamentos básicos del sistema, tanto mejor para el sistema.