

Capital privado

La ilusión de garantía de los nuevos «bonos garantizados»

Análisis de la preferencia especial sobre bonos y cédulas hipotecarios en el Real Decreto Ley 24/2021, que transpone la Directiva 2019/2162, sobre emisión y supervisión de bonos garantizados.

ÁNGEL CARRASCO PERERA

Catedrático de Derecho Civil de la Universidad de Castilla-La Mancha
Consejero académico de Gómez-Acebo & Pombo

1. Los nuevos bonos garantizados

El libro I del Real Decreto Ley 24/2021 transpone la Directiva 2019/2162, sobre emisión y supervisión de bonos garantizados. Las definiciones relevantes se contienen en el artículo 2 del real decreto ley. Un bono garantizado es un título de deuda emitido por una entidad de crédito de conformidad con las disposiciones de la norma y «garantizado por activos de cobertura a los que los inversores pueden recurrir directamente en su calidad de acreedores preferentes». A este género pertenecen las cédulas hipotecarias y los bonos hipotecarios —títulos de deuda que recaen sobre créditos hipotecarios como activos de cobertura, a modo

de subhipotecas—, que sustancialmente tienen ahora el mismo régimen (arts. 23 y 27 RDL 24/2021), superando las singularidades que se preveían en la Ley del Mercado Hipotecario de 1981.

Todo «programa de bonos» contará con un conjunto de cobertura cuya exclusiva finalidad será la de servir de garantía de las obligaciones contraídas por la entidad con los tenedores de estos instrumentos y las contrapartes de derivados de cobertura (art. 7). Ningún activo (crédito titulizado) puede pertenecer a más de un conjunto de cobertura (art. 9). Los activos integrados en el conjunto de cobertura «serán objeto de segregación», que se llevará a cabo por medio de

un registro especial que abrirá el emisor, de forma que se pueda identificar cada activo de cobertura (art. 9). La inscripción de un activo en el correspondiente registro comportará que tal activo se hallará «adscrito exclusivamente a favor» de los tenedores de los bonos garantizados y contrapartes de derivados de cobertura, sin formalidad alguna. Conforme al artículo 9.2 del real decreto ley, esta adscripción producirá los efectos de crear un privilegio especial en el sentido de los artículos 1922 y 1923 del Código Civil y 270 del Texto Refundido de la Ley Concursal, norma a la que se añade un nuevo apartado 7.º a tal efecto.

Esta «segregación», con todo, parece que es puramente ideal y sólo «se materializa» con la declaración de concurso del emisor (art. 43), en cuyo caso —y parece que sólo en este caso— los activos del conjunto formarán un patrimonio separado sin personalidad jurídica y gestionado por un administrador especial. La segregación concursal saca estos activos de la masa general del concurso, salvo en la medida en que quede remanente después de satisfacer a los tenedores «privilegiados». Las operaciones de segregación se sujetarán además a lo dispuesto en los artículos 25, apartados 7 a 9, y 29.4 de la Ley 11/2015. Con el importe obtenido por la liquidación de cada patrimonio separado se pagará a los tenedores de bonos y contrapartes de derivados de cobertura, a prorrata de sus créditos, con independencia de su antigüedad, después de satisfacer los costes de la liquidación y la remuneración del administrador especial (art. 47).

2. ¿Qué garantía es ésta?

Según los reformados artículos 1922/1923 del Código Civil y 270 del Texto Refundido de la Ley Concursal, esta garantía se corresponde con lo que se conoce como un *privilegio*

especial. Un privilegio es especial cuando, respecto de cierto bien, un sujeto tiene una preferencia absoluta o cuasi absoluta de cobro (privilegio de segundo o tercer grado) dentro o fuera del concurso. Es decir, que, en un escenario de conflicto, podría obtener satisfacción preferente mediante una tercera de mejor derecho o con una liquidación concursal de los artículos 213 y 214 del Texto Refundido de la Ley Concursal.

Nuestro Derecho sólo conoce privilegios especiales sobre un bien o bienes especialmente delimitados. Es perfectamente admisible, empero, que exista un privilegio especial —y no sólo *general*— sobre un conjunto de bienes, por ejemplo, sobre los activos básicamente crediticios que componen un conjunto de cobertura de bonos. Claro, siempre que los activos estén bien determinados y la garantía cumpla las exigencias mínimas de determinación. Un privilegio no es general por el hecho de que recaiga sobre varios o muchos activos, sino porque entre en rango sólo sobre los activos que no están afectos a un privilegio especial o entre en rango sobre el remanente que resulte después de satisfechos los acreedores con privilegio especial. Por tanto, el privilegio de los bonos garantizados no es un privilegio general, si bien puede afirmarse que es un privilegio que recae sobre un *universum ius*.

En este sentido, podríamos decir que no hay ninguna objeción *a priori* a que el tenedor de un bono garantizado ostente un privilegio especial sobre todos los activos del conjunto de cobertura.

Todavía más, es también admisible que todos los tenedores de bonos y contrapartes de derivados de la emisión ostenten un coprivilegio especial sobre cada uno de los activos del conjunto de cobertura. Claro que, en estos casos, y aunque

conceptualmente no queda afectado en su esencia el privilegio especial, sí queda afectado en su sustancia, porque entre los distintos titulares del mismo privilegio concurren a prorrata y no pueden reclamar preferencia respectiva. Habrá tantas cosubhipotecas o cosubprendas como activos haya, y no una sola comunidad sobre el conjunto como tal. Además, si unos activos han de pagar el crédito de muchos en lugar del crédito de uno, es más fácil que se produzcan déficits de cobertura porque el valor de garantía de cada privilegio ha de dividirse entre el número de coacreedores que gozan del mismo privilegio. La prorrata es siempre una regla que supone un déficit de la cobertura especial, como demuestra la regla histórica compendiada en el artículo 15 de la Ley del Mercado de Valores.

Pero excede de la comprensión técnica del concepto de privilegio especial cuando todos los acreedores titulares de ese privilegio son *a la vez* todos los titulares de pretensiones sobre ese activo de cobertura, es decir, cuando tales activos constituyen un patrimonio separado a efectos concursales. Porque, en este caso, todos y cada uno de los tenedores y contrapartes concurren sobre esos activos con el mismo rango, como si se tratara de acreedores ordinarios. Cuando todos cuantos pueden concurrir tienen el mismo rango, no hay privilegio alguno, fuera del «privilegio» (que no merece tal nombre) de haber conseguido expulsar del patrimonio separado a otros acreedores de la entidad emisora. Es singular que estos créditos «privilegiados» ni siquiera tengan prioridad frente a los créditos de la masa, incluida la sustanciosa remuneración del administrador especial.

Compruébese que ninguno de los acreedores concurrentes sobre ese patrimonio separado puede proceder sobre todo o parte de los activos en la forma establecida en los artículos 209 a 214 del Texto Refundido de la Ley Concursal, ni puede instar una ejecución separada de la garantía o cuota de garantía, ni puede obtener una satisfacción anticipada de su crédito conforme al artículo 430.2 del Texto Refundido de la Ley Concursal.

Añádase finalmente que estos titulares de privilegio especial de tipo subpignoraticio y subhipotecario no gozan en ningún caso de fe pública registral sobre los activos afectados, es decir, ni adquieren su privilegio *a non domino* ni adquieren su preferencia libre de cargas que favorezcan a terceros. Es cierto que los emisores están singularmente obligados a la sobredotación de estos activos y al mayor escrúpulo de que los bienes no estén afectos a terceros, pero esto es una garantía de puro hecho que hace descansar su fortaleza en que otros terceros hayan cumplido correctamente sus deberes. Dicho de otra forma, ni los titulares del privilegio especial pueden contar de antemano con una determinada consistencia económica de los conjuntos de cobertura ni, dentro de ello, de que sobre alguno de ellos no se presente un titular de un derecho preferente. Así, de la prohibición de emitir participaciones hipotecarias sobre préstamos hipotecarios afectos a una emisión de bonos hipotecarios (*cfr.* disp. adic. tercera, apdo. 5, RDL 24/2021) sólo se sigue la prohibición de la conducta, pero no la ineffectividad del resultado prohibido, al menos si las participaciones se han emitido y circulado (endoso) como títulos valores susceptibles de tráfico (*cfr. ibidem*, apartado 1).