

Juana Pulgar Ezquerro

*Profesora Titular de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

# Aspectos jurídico-mercantiles de la titulación de los costes de transición a la competencia en el sector eléctrico

**SUMARIO:** ÍNDICE DE ABREVIATURAS. I. CONSIDERACIONES GENERALES. 1. LA LIBERALIZACIÓN DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL. 2. LOS COSTES DE TRANSICIÓN A LA COMPETENCIA. II. ASPECTOS JURÍDICOS DE LA TITULACIÓN CREDITICIA Y, EN PARTICULAR, DE LA TITULIZACIÓN DE LOS COSTES DE TRANSICIÓN A LA COMPETENCIA (CTC). 1. CONCEPTO, REQUISITOS Y NATURALEZA JURÍDICA DE LA TITULIZACIÓN 2. REGULACIÓN DE LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA. 3. LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y SUS SOCIEDADES GESTORAS. 3.1. *Los fondos de titulación*. 3.1.1. Constitución del fondo. 3.1.2. El activo del fondo. 3.1.3. El pasivo del fondo. 3.1.4. Clases de fondos. 3.1.5. Diferencias y analogías con las instituciones de inversión colectiva. 3.2. *Las sociedades gestoras*. III. PROBLEMAS JURÍDICOS DERIVADOS DE LA TITULIZACIÓN DE LOS COSTES DE TRANSICIÓN A LA COMPETENCIA (CTC) EN EL SECTOR ELÉCTRICO. 1. EL PROCEDIMIENTO SEGUIDO PARA AUTORIZAR LA TITULIZACIÓN DE LOS CTC. 2. EL MODELO DE TITULIZACIÓN ADOPTADO Y LA COMPOSICIÓN DE INTERESES AFECTADOS 3. CUESTIONABILIDAD DE LA CONCEPTUALIZACIÓN DE LOS CTC COMO AYUDAS PÚBLICAS Y LA DEFENSA DE LA COMPETENCIA. 4. LOS EFECTOS DE UNA POSIBLE INCONSTITUCIONALIDAD DE LA TITULIZACIÓN DE LOS CTC. IV. CONCLUSIONES. BIBLIOGRAFÍA.

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

ABS:	( <i>Asset Backed Securities</i> ) titulación de activos
ATC:	Auto del Tribunal Constitucional
C. de C.:	Código de Comercio
CE:	Constitución Española
CEE:	Comunidad Económica Europea

---

Trabajo finalizado el 25 de marzo de 1999.

Documentación Administrativa / n.º 256 (enero-abril 2000)

CMO:	<i>Collateralized Mortgage Obligations</i>
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNSE:	Comisión Nacional del Sistema Eléctrico
CTC:	<i>(Stranded Costs)</i> Costes de transición a la competencia
DA:	Disposición adicional
FIM:	Fondos de inversión mobiliaria
FJ.:	Fundamento jurídico
FRMH:	Fondos de regulación del mercado hipotecario
FTA:	Fondo de titulización de activos
FTAMN:	Fondo de titulización de activos procedentes de la moratoria nuclear
FTH:	Fondos de titulización hipotecaria
LDC:	Ley de Defensa de la Competencia
LMV:	Ley del Mercado de Valores
LOSEN:	Ley de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional
LOTIC:	Ley Orgánica del Tribunal Constitucional
LSE:	Ley del sistema eléctrico
MBS:	<i>(Mortgage Backed Securities)</i> títulos con garantía hipotecaria
MEH:	Ministerio de Economía y Hacienda
PHs:	Participaciones hipotecarias
SGFT:	Sociedades gestoras de fondos de titulización
SGFTA:	Sociedades gestoras de fondos de titulización de activos
SGFTAMN:	Sociedades gestoras de fondos de titulización de activos procedentes de la moratoria nuclear
SGFTH:	Sociedades gestoras de fondos de titulización hipotecaria
SPV:	<i>Special Purpose Vehicle</i>
STC:	Sentencia del Tribunal Constitucional

## I. CONSIDERACIONES GENERALES

### 1. LA LIBERALIZACIÓN DEL SECTOR ELÉCTRICO ESPAÑOL

La Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, supuso en Derecho español el tránsito de un sistema regulado e intervenido de explotación única a un sistema liberalizado, mediante la creación de un mercado eléctrico abierto y competitivo próximo al sistema inglés o argentino<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La evolución en Derecho español de la regulación del sector eléctrico puede sintetizarse básicamente en tres etapas: durante el último tercio del siglo pasado y primero del siglo XX,

La apertura o liberalización del mercado interior de la energía se produce en cumplimiento de criterios de inflación y déficit exigidos por Maastricht, así como de la normativa comunitaria y, en concreto, de la Directiva 96/92 CEE, de 19 de diciembre de 1996, sobre normas comunes para la creación del mercado interior de la energía (MIE), que supuso la manifestación en el campo de la energía del programa del mercado único europeo asumido en el Acta Única, que lleva consigo el libre movimiento de mercancías, servicios, personas y capitales<sup>2</sup>.

La evolución y reconfiguración liberalizadora del sector energético en general y eléctrico en particular que se está produciendo en el

---

en España se optó por el modelo de actividad reglamentada con base en el cual la actividad de producción y suministro de la electricidad se configuraba como actividad libre (libre entrada, contratación y fijación de precios), sólo sometida a reglamentación policial, con escasa intervención administrativa. Entre 1914-1924, el sistema entra en crisis a consecuencia de factores tecnológicos, económicos, políticos e ideológicos, iniciándose la calificación de la electricidad como servicio público (R.O. de 14 de agosto de 1920 y Decreto de 19 de abril de 1924), en el marco del tránsito de un Estado liberal a un Estado intervencionista, que será determinante de una transformación del concepto de servicio público. Esta evolución supuso la asunción de la titularidad de la actividad eléctrica por el Estado, atribuyéndose a la Administración el poder de regulación de la actividad, así como la obligación de prestar el suministro según tarifas de aplicación aprobadas por las oficinas de verificación oficial. El período 1940-1979 se caracterizará por un aumento en la publicación del sector eléctrico y la unificación del mismo (UNESA-RECA) sobre la base de un modelo de coordinación empresarial y escaso control público, con base en la cual se creará un sistema único de producción, transporte y distribución de energía, sin perjuicio de una pluralidad de empresas encargadas de su gestión, sobre la base del modelo norteamericano (*Investor Owned Utilities*) frente a las nacionalizaciones del sector que se produjeron en otros países europeos (Francia, Italia, Portugal). Durante los años 1979-1994 se produjo de nuevo una intensificación de la presencia del Estado en el sector eléctrico, promulgándose la Ley 49/1984, de 26 de diciembre, sobre Explotación Unificada del Sistema Eléctrico Nacional, en la que se mantiene la configuración como servicio público de titularidad estatal gestionado por una sociedad anónima de mayoría pública. Posteriormente, se inició una época de planificación (PEN de 1983 y PEN de 1991) y en 1994 se aprobó la primera Ley General del Sector Eléctrico (LOSEN), que supuso el inicio de la introducción de competencia en el sector, que no culminará hasta la Ley del Sistema Eléctrico de 1997 y que introducirá, entre otras novedades, en nuestro Derecho la Comisión Nacional del Sistema Eléctrico (CNSE). *Vid.*, sobre la evolución en la regulación jurídica del sector eléctrico español, el magnífico estudio de ARIÑO ORTIZ y LÓPEZ DE CASTRO: *El sistema eléctrico español. Regulación y competencia*, Madrid, 1998. Una visión sintetizada *vid.* en DEL GUAYO CASTIELLA: «Jurisdictional conflicts within the state: autonomous communities and other sub-national entities in Spain», *Journal of Energy & Natural Resources Law*, 1998, pp. 4-11.

<sup>2</sup> Se prevé que en el 2015 las industrias del gas y la energía convergerán en una única Red Europea de Energía. España se está colocando entre los países que más están avanzando en la liberalización del mercado energético, pues, liberalizada la electricidad, acaba de entrar en vigor la Ley de Hidrocarburos, colocándose entre los seis países que hasta el momento han liberalizado el gas (EE.UU., Argentina, Canadá, Gran Bretaña y Australia). En el marco del Derecho comparado, Alemania ha liberalizado el sector eléctrico en 1998, mediante la aprobación de una Ley que sustituye a la de 1935. En Holanda se está discutiendo en la actualidad en el Parlamento una Ley que sustituirá a la de 1989. En Italia, tras las pequeñas reformas de 1991, 1992 y el Informe «Carpi» (cnro de 1997), parece haberse iniciado un proceso liberalizador. En Francia, el Ministerio de Economía, Finanzas e Industria ha elaborado un documento de bases con el que, bajo el título «Vers le future organisation électrique française», se quiere hacer compatible el mercado con un nuevo «service publique de l'électricité». *Vid.*, en torno a estas cuestiones, ARIÑO ORTIZ y LÓPEZ DE CASTRO, *op. cit.*, pp. 22 y ss. *Vid.* *El País*, 7 de febrero de 1999, sección «Negocios», p. 6.

marco europeo no es sino una manifestación más de la reformulación del papel del Estado y del concepto de servicio público en el momento actual.

## 2. LOS COSTES DE TRANSICIÓN A LA COMPETENCIA

La Disposición Transitoria sexta de la Ley 54/1997, del Sector Eléctrico, bajo el epígrafe «Costes de transición a la competencia», establece lo siguiente:

*«Se reconoce la existencia de unos costes de transición al régimen de mercado competitivo, previsto en la presente Ley, de las sociedades titulares de instalaciones de producción de energía eléctrica, que a 31 de diciembre de 1997 estuvieran incluidas en el ámbito de aplicación del Real Decreto 1538/1987, de 11 de diciembre (RCL 1987/2618), sobre determinación de la tarifa de las empresas gestoras del servicio eléctrico, la percepción de una retribución fija, expresada en pesetas por Kw/h que se calculará, en los términos que reglamentariamente se establezcan, como la diferencia entre los ingresos medios obtenidos por estas empresas a través de la tarifa eléctrica y la retribución reconocida para la producción en el artículo 16.1 de la presente Ley.*

*Durante un plazo máximo de diez años desde la entrada en vigor de la presente Ley, el gobierno podrá establecer anualmente el importe máximo de esta retribución fija con la distribución que corresponda. No obstante, si las condiciones del mercado lo hacen aconsejable, una vez cumplidas las condiciones y compromisos establecidos en esta disposición transitoria, el gobierno podrá reducir el citado período de diez años.*

*Los costes que se deriven de esta retribución serán repercutidos a todos los consumidores de energía eléctrica como costes permanentes del sistema, en los términos que reglamentariamente se establezcan y su importe base global, en valor a 31 de diciembre de 1997, nunca podrá superar 1.988.561 millones de pesetas, incluyéndose en este importe el valor actual de los incentivos al consumo garantizado de carbón a que hace referencia el párrafo primero de la disposición transitoria cuarta.*

*Si el coste medio de generación a que se refiere el artículo 16.1 de la presente Ley a lo largo del período transitorio, resultara en media anual superior a 6 pesetas por Kw/h, este exceso se deducirá del citado valor actual».*

En la D.T.6ª L54/1997 se reconoce a las instalaciones de producción retribuidas en el marco legal estable a 31 de diciembre de 1997 la percepción de una retribución fija complementaria al precio derivado de ofertas, durante un plazo máximo de 10 años y cuantía máxima de 1.988.561 millones de pesetas (incluyendo los incentivos al consumo

de carbón de la D.T.<sup>4</sup> LSE). Se autoriza al gobierno para fijar anualmente el importe máximo de esta retribución, en los términos que se establezcan reglamentariamente como la diferencia entre los ingresos medios obtenidos por dichas empresas eléctricas a través de las tarifas y la retribución de la producción según el artículo 16.1 de la LSE. Se trata de los denominados «costes de transición a la competencia (CTC)» (*Stranded Costs*), generados como consecuencia de la entrada de competencia en sectores monopolísticos como el eléctrico, para compensar a las eléctricas las inversiones realizadas con la idea de obtener unos ingresos determinados que no se producirán por efecto de la liberalización del sector<sup>3</sup>.

Los costes de transición a la competencia han de cubrir, por tanto, las inversiones históricas de las empresas que no son recuperables a través de los ingresos futuros de venta de energía, dependiendo su importe final de los costes variables del equipo de generación, así como de la vida útil de los activos producidos, la evolución de la demanda y el tipo de descuento<sup>4</sup>. En la regulación confluyen intereses contrapuestos y, particularmente, los de las empresas del sector, que quieren recuperar sus inversiones en la medida de lo posible, los consumidores que desean una reducción en las tarifas eléctricas que se dificulta al repercutirse en dichas tarifas los CTC y, finalmente, los competidores que entrarán en el sector por efecto de la liberalización en condiciones de desigualdad respecto de las antiguas eléctricas, así como los competidores de otros sectores, que pueden verse afectados por las inversiones que realicen las beneficiarias de los CTC con dicha compensación en sectores competitivos, limitando la competencia.

El artículo 107 de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (BOE 31-12-1998), de acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado, da nueva redacción a la Disposición Transitoria 6ª de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, estableciendo en su número 4:

---

<sup>3</sup> Las «eléctricas», a los efectos de percibir la compensación por los costes de transición a la competencia, son: Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa e Hidrocantábrico. En el marco intervenido anterior a la Ley 54/1997, del Sector Eléctrico, estas compañías eléctricas cobraban por cada kilovatio/hora generado más de 9 pesetas, a lo que se añadían los costes de transporte, distribución y todo lo que se conoce como «externalidades» (subvención al carbón, energía nuclear, ...). Con la introducción de competencia, el precio de mercado para cada kilovatio generado está por debajo de las 6 pesetas, por lo que el legislador español se plantea un período de transición en el que se compensará a las eléctricas con una cantidad máxima de 1.988.561 millones de pesetas. *Vid.*, sobre los CTC, ARIÑO ORTIZ y LÓPEZ DE CASTRO: *op. cit.*, pp. 42 y ss. y, más recientemente, en ARIÑO ORTIZ, LÓPEZ DE CASTRO y DE QUINTO ROMERO: *Informe Costes de transición a la competencia –sector eléctrico–*. Fundación de Estudios de Regulación Económica, Madrid, 1999.

<sup>4</sup> La cuantificación de los CTC fue uno de los aspectos más debatidos en su concreción durante la discusión de la LSE pues, al estar condicionados por el comportamiento de distintas variables (evolución de los tipos de interés, etc.), su determinación *a priori* más allá de un horizonte anual es muy difícil.

*«Las sociedades titulares del derecho de compensación a que se refiere el apartado anterior de la presente disposición transitoria podrán cederlo a terceros. En el caso de que la cesión total o parcial del derecho de compensación se produzca a favor de un fondo de titulización de activos, el tipo de interés que se aplicará para la actualización del importe base global de la parte cedida pendiente de compensación a 31 de diciembre de cada año será, desde la fecha de la cesión hasta el íntegro pago de la parte cedida, el que corresponda al coste económico medio efectivo total de la financiación, excluidos los costes de gestión y administración del fondo. A tal efecto, las condiciones de financiación del fondo quedarán sujetas a autorización del gobierno.»*

*«Quedarán reducidos en un 99% los aranceles de Corredores de Comercio Colegiados, de Notarios y Registradores mercantiles y de la propiedad correspondientes a cualesquiera actos que tengan lugar en relación con la cesión del derecho de compensación a fondos de titulización de activos o con la titulización del mismo.»*

Se reconoce, por tanto, expresamente la posibilidad de que las sociedades eléctricas titulares del derecho de compensación de los costes de transición a la competencia cedan su derecho a terceros y, en particular, a un fondo de titulización de activos, de forma paralela a lo que aconteció en relación a la compensación de los costes derivados de la moratoria nuclear<sup>5</sup>.

Abordaremos a continuación los aspectos mercantiles de la titulización crediticia en general y, en particular, de los costes de transición a la competencia, dejando de lado aspectos de Derecho público que

<sup>5</sup> El derecho de compensación por la moratoria nuclear previsto en la Disposición Adicional 8ª de la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional (LOSEN), encuentra su origen en el Plan Energético Nacional (PEN) de 1984, que acordó la paralización temporal de cinco plantas nucleares: Unidades I y II de las Centrales de Lemóniz y Valdecaballeros y Unidad II de la de Trillo. Con base en ese derecho de compensación, los titulares de los proyectos de construcción tienen derecho a percibir determinadas cantidades de dinero (340.054.000.000 para Valdecaballeros; 378.238.000.000 para Lemóniz; 11.017.000.000 para la Unidad II de Trillo) que deben abonar los usuarios de la energía eléctrica (deudores) en un plazo máximo de 25 años, mediante el incremento de la facturación con la adición de un coste específico. En la Ley 40/1994 se reconoce expresamente el derecho a ceder el derecho de crédito a un tercero con carácter general y, en particular, a un fondo de titulización (FTAMN). El 19 de abril de 1996, la CNMV verificó el folleto informativo para la constitución de los FTAMN, cuyo activo fueron los créditos resultantes de las inversiones realizadas por Iberdrola, Unión Fenosa, Sevillana y Endesa en las centrales nucleares paralizadas, y el pasivo, la emisión de 8.600 bonos de titulización de 25 millones cada uno, por un importe total de 215.000 millones de pesetas. Además de esta financiación por vía de emisión de bonos, los FTAMN se financiaron mediante la obtención de dos préstamos a través de subasta de financiadores. *Vid.* sobre la titulización del derecho de compensación de la moratoria nuclear, GÓMEZ JORDANA-LAVILLA: «La titulización de los derechos de compensación por la denominada «moratoria nuclear». Antecedentes y régimen jurídico», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 64, octubre-diciembre, pp. 945 y ss.; TAPIA HERMIDA: *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid, 1998, pp. 319-321.

inciden en esta materia interdisciplinar y que está dando lugar en la actualidad en España a un debate financiero con trasfondo político<sup>6</sup>.

## II. ASPECTOS JURÍDICOS DE LA TITULIZACIÓN CREDITICIA Y, EN PARTICULAR, DE LA TITULIZACIÓN DE LOS COSTES DE TRANSICIÓN A LA COMPETENCIA (CTC)

### 1. CONCEPTO, REQUISITOS Y NATURALEZA JURÍDICA DE LA TITULIZACIÓN

La titulización (*securitisation*) es una técnica de financiación empresarial, proveniente de EE.UU., que se extiende por Europa —particularmente en el Reino Unido— a principios de la década de los ochenta<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> La energía eléctrica constituye un elemento central y estratégico en las economías nacionales, siendo un parámetro determinante del conjunto de la política industrial, del sector de bienes de equipo, minería y carbón, por lo que la introducción de novedades en este sector viene acompañada de intensos debates económicos en los que afloran, inevitablemente, los distintos planteamientos políticos. Desde que se anunció en septiembre de 1998 la posibilidad de que el Ministro de Industria Josep Piqué llegase a un acuerdo con las eléctricas sobre la posibilidad de titular los CTC, la titulización ha venido acompañada de polémica.

Ya en septiembre de 1998, la CNSE, en un informe (28 de septiembre de 1998, Ref. IE003/98), manifestó su postura contraria a las condiciones en que se proyectaba realizar la titulización de los CTC, sobre la base de un informe realizado por la prestigiosa consultoría inglesa «Clifford Chance» para las eléctricas. Posteriormente, el PP introdujo una enmienda a la Ley de Acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado de 1999, con el respaldo de CIU y PNV, introduciendo en la Ley del Sector Eléctrico la posibilidad de titular los CTC. PSOE, IU y Grupo Mixto, que votaron en contra de la introducción de la enmienda, presentaron una proposición de veto, rechazada con los votos del PP, CIU y PNV.

Desde entonces se ha venido produciendo un debate político cruzado entre el gobierno y el Partido Socialista, en el que ha participado la CNSE y que ha llevado a su presidente a presentar su renuncia el día 11 de febrero de 1999, ante la imposibilidad de constituir la Comisión Nacional de la Energía prevista en la Ley de Hidrocarburos y que ha venido a sustituir a la Comisión Nacional del Sistema Eléctrico (*Vid.* declaraciones del ex-presidente de la CNSE en *El País*, 14 de febrero de 1999, p. 3, «Negocios»).

<sup>7</sup> La titulización de activos tuvo su origen en EE.UU. con el desarrollo del mercado secundario de hipotecas, que experimentó un crecimiento acelerado en los años 70 y 80. Los esfuerzos del gobierno estadounidense por promocionar el desarrollo de la vivienda encaminados a la formación de un mercado secundario de hipotecas, facilitaron que las entidades financieras, en especial las cajas de ahorros (*Savings and Loans*), vendieran y, posteriormente, titularan sus carteras de préstamos hipotecarios.

Las primeras iniciativas de fondos de titulización nacieron de las agencias gubernamentales estadounidenses a inicios de los setenta (titulizaciones de carteras por la Government National Mortgage Association «Ginnie Mac» y la Federal Home Loan Mortgage Corporation «Freddie Mac»).

En 1997, las emisiones de activos titulizados alcanzaron la cifra de 382.000 millones de dólares, de los que casi 200.000 millones (50%) corresponden a emisiones de activos de titulización hipotecaria [*Mortgage Backed Securities* (MBS)].

Actualmente, la titulización constituye en Estados Unidos el instrumento de financiación más importante para distintos tipos de empresas, incluyendo compañías de financiación

## Desde un punto de vista estrictamente financiero, la titulización (cuestionable transposición de la terminología anglosajona *securitisa-*

especializadas (Ford Credit y Navistar Financial Corporation), instituciones financieras y compañías de tarjetas de crédito (Citibank, MBNA, Chase-Chemical) y empresas industriales y de servicios, particularmente concesionarios (National Car Rental o Dealer Floorplan).

El Mercado Europeo de titulizaciones tuvo sus orígenes en Gran Bretaña, donde en la década de los 80 comenzaron a titulizarse hipotecas, aunque no fue hasta mediados de los 90 cuando el mercado de titulización británico creció espectacularmente, representando en la actualidad una tercera parte de las emisiones europeas de bonos de titulización (ABS), a lo que probablemente contribuya el marco legal británico, muy permisivo con las titulizaciones, no existiendo una legislación específica sobre titulización de activos. El Mercado Europeo de titulizaciones en general, aun cuando sigue siendo pequeño si se compara su volumen de emisión con el mundial (10% en 1997), se encuentra en plena expansión como lo demuestra la creciente demanda de ABS estadounidenses y europeos por parte de inversores británicos, franceses y del Benelux y a lo que ha contribuido la Unión Europea mediante la introducción del euro. Por países, los principales emisores de ABS en Europa, además del Reino Unido, son Francia (legislación sobre titulización de activos desde diciembre de 1988), Holanda, escasamente Alemania, donde se emplea más otro mecanismo similar a la titulización (*Pfandbriefe*) y España.

En España la introducción de la titulización se produjo en torno a los años 80, en un proceso largo y lento. A comienzos de 1987, los bancos de inversión iniciaron sus consultas en relación a la posibilidad de titulización de activos de crédito en España, que se repetirían posteriormente, en 1989, momento en que intervienen las autoridades españolas de control, concretamente el Banco de España. Aun siendo posible la cesión de créditos en nuestro Derecho en base a la normativa contenida en el C.c. así como en el C. de c., sin embargo el cumplimiento de los requisitos que imponía la normativa contable de las entidades de crédito reguladoras de la cesión (Circular del Banco de España 13/1989, de 7 de julio, que desarrolla y modifica la Circular 22/1987 sobre «Necesidad de comunicación de la cesión del activo al deudor») dificultaba su instrumentación. Posteriormente, la Circular 4/1991, modificada el 13 de noviembre de 1991 por la Circular 7/1991 del Banco de España, elimina la necesidad de notificación al deudor cedido y de formalización del contrato en escritura pública. El R.D. 12/1991, de 2 de agosto, que modifica el R.D. 685/1982, de 17 de marzo, sobre regulación del mercado hipotecario, considera las participaciones hipotecarias (PHs) como títulos del mercado hipotecario, lo que posibilitó la titulización hipotecaria contemplada en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre los Fondos de Titulación Hipotecaria y las Sociedades Gestoras de tales fondos. En el momento actual, el Informe del Grupo de Contacto del Comité Consultivo Bancario sitúa a España dentro de los cinco niveles de titulización que se distinguen con bajos niveles de titulización, pero crecimiento reciente. A este crecimiento contribuirá, sin duda, la decreciente liquidez del sistema financiero por la salida de depósitos bancarios hacia los fondos de inversión que en España han tenido especial relevancia, situándose en octavo lugar a nivel mundial en volumen gestionado (169.000 millones de dólares).

*Vid.*, sobre la titulización en EE.UU., FABOZZI: *The handbook of mortgage-backed securities*, Chicago, 1988; FABOZZI y MODIGLIANI: *Mortgage and mortgage-backed securities markets*, Harvard Business School Press, Boston, 1992. En el Reino Unido, STONE, ZISSU, LEDERMAN: *Asset securitisation: theory and practice in Europe*, Londres, 1991. Entre nosotros, *vid.* en torno a la evolución de la titulización en el mercado americano y europeo, en particular español, VALERO: «La titulización ante sus nuevas posibilidades en España», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, 1998, pp. 3-14; NAUGHTON: «El mecanismo de titulización se extiende en Europa», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, 1998, traducción realizada por MAYANS y PÉREZ, pp. 41-45; PÉREZ-LIZ y JUNCO: «El mercado internacional de titulización», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, 1998, pp. 25-40; TAPIA HERMIDA: *op. cit.*, pp. 298-99. *Vid.* en ALMOGUERA GÓMEZ: *La titulización crediticia (un estudio interdisciplinar)*, Madrid, 1995, análisis de los procesos tituladores en Inglaterra y Francia, pp. 567-593.



tion) constituye un proceso financiero en el que varios sujetos realizan actividades sucesivas y coordinadas con la finalidad de actualizar créditos de vencimiento futuro mediante su cesión onerosa a una persona jurídica o fondo carente de personalidad (*special purpose vehicle* o SPV) y su fraccionamiento e incorporación a valores negociables<sup>8</sup>. Jurídicamente, la titulización puede definirse como un proceso complejo cuyo objetivo es ceder, a título de compraventa, un activo determinado a otro sujeto con personalidad o sin ella pero, en todo caso, con autonomía patrimonial (cesionario), el cual, por un lado, integra ese crédito en su patrimonio y, por otro, emite valores negociables con la garantía del derecho/os de crédito cedidos que serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales<sup>9</sup>.

Con base en ello, la titulización de cualquier activo lleva consigo la conversión de un activo crediticio de liquidez reducida en valores negociables susceptibles de negociación en mercados organizados y dotados de mayor liquidez.

Los requisitos de la titulización parecen ser, por tanto, de un lado, la existencia de un conjunto o cartera de activos (*pool of assets*) homogéneos en su origen y características financieras. Asimismo, el activo objeto de titulización ha de ser cedible y que los términos en que contractualmente pueda llevarse a cabo la cesión permitan la titulización. Finalmente, el derecho de crédito cedido es irrevindicable por tercero, asumiendo los financiadores (terceros adquirentes de los títulos emitidos) como único riesgo el incumplimiento por los deudores de las obligaciones de pago correspondientes al crédito. Ello debe acompañarse de un «aislamiento de riesgos», de forma que las posibles contingencias jurídicas del cedente (quiebra ...) no afecten al adquirente de los títulos, pues el éxito de la emisión dependerá de la medida en que los inversores tengan la seguridad de que los valores adquiridos están debidamente respaldados y garantizados por los activos titulizados.

Por tanto, en todo proceso titulizador parecen intervenir, al menos, cinco figuras jurídicas:

---

<sup>8</sup> El término «titulización» parece una trasposición poco afortunada del término inglés *securitisation*, pues si se persigue con ello hacer referencia a la transformación en títulos de crédito (*securities*), el concepto se introduce en nuestro Derecho a través de la Ley 19/1992, en relación a la titulización hipotecaria. En dicha Ley se establece que los valores emitidos por el Fondo de Titulización Hipotecaria (FTH) (cesionario) se representarán exclusivamente mediante anotaciones contables, sin soporte material, por lo que el término empleado no designa correctamente la realidad jurídica que se produce. No obstante, hay que indicar que una cuestionabilidad semejante se ha venido planteando en relación a la terminología empleada para designar contratos de financiación como el *factoring* o el *leasing*, procedentes del Derecho anglosajón. *Vid.*, en torno a esta terminología, GÓMEZ JORDANA-LAVILLA: *op. cit.*, p. 969, en cita 19; PARRA: «Cesión financiera de créditos hipotecarios», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura)*, La Ley, 1994, pp. 1563 y ss.

<sup>9</sup> *Vid.* ARRANZ PUMAR: «Los fondos de titulización hipotecaria y sus sociedades gestoras», en *Derecho del Mercado Financiero*, T.I, Madrid, 1994, pp. 602-603; GÓMEZ JORDANA-LAVILLA: *op. cit.*, pp. 962-963; TAPIA HERMIDA: *op. cit.*, p. 279;

– **Cedente (acreedor):** cualquier titular de un derecho de crédito de naturaleza privada o pública<sup>10</sup>. Suelen ser, en la práctica, Administraciones públicas como las Comunidades Autónomas o las Haciendas locales, incluyendo organismos autónomos, pues las especiales condiciones de exigibilidad y regularidad en los cobros que acompañan a los derechos de crédito a favor de estas instituciones las convierten en usuarias de este mecanismo de financiación<sup>11</sup>. En la titulación de los CTC ocuparían esta posición las eléctricas, titulares del derecho a la compensación derivado de los costes de transición a la competencia.

– **Deudor:** persona física o jurídica obligada al pago de los créditos generados en base a una relación jurídica subyacente. En la titulación de los CTC ocuparía esta posición el Estado, que es quien debe compensar a las eléctricas la entrada de competencia en un sector tradicionalmente monopolístico. No obstante, en la titulación prevista el Estado repercute los costes derivados de los CTC en los consumidores, a través de la política tarifaria, como costes permanentes del sistema.

– **Cesionario o vehículo emisor (SPV: *Special Purpose Vehicle*):** cesionario del crédito cedido, teniendo su constitución como finalidad básica la emisión de los valores que aporten la liquidez necesaria para adquirir los derechos de crédito titulizados. No es necesario que se constituya como Fondo de Titulación, aun cuando en Derecho español el legislador ha optado, hasta el momento en todas las titulaciones llevadas a cabo (titulación de participaciones hipotecarias y titulación de la moratoria nuclear), por exigir la instrumentalización a través de un Fondo. Así acontece también en relación a la titulación de los CTC prevista en la D.T.6ª LSE, en su redacción tras la Ley 50/1998, que se instrumentará a través de un fondo de titulación de activos.

– **Sociedad gestora del fondo de titulación:** necesariamente se constituirá en los supuestos en que la titulación se instrumentalice a través de un fondo, dada su carencia de personalidad jurídica.

– **Inversores:** adquirentes de los valores negociables que la persona jurídica o fondo de titulación emite con la garantía del derecho/os de crédito cedidos. Generalmente, serán inversores institucionales.

---

<sup>10</sup> Cabe pluralidad de cedentes, constituyendo un ejemplo la titulación para empresas multinacionales con filiales emplazadas en distintos países. Las filiales transmiten sus activos crediticios a una compañía, que será la encargada de ceder los derechos de crédito a un fondo de titulación, que es el que emite finalmente los valores negociables en los mercados financieros. Es la compañía matriz la que define las condiciones y precios de las cesiones intergrupo a la compañía vendedora que, normalmente, retiene parte del riesgo crediticio mediante la adquisición de un tramo subordinado de la emisión. *Vid.*, en torno a estas cuestiones, OXENBRIDGE y NICOLAIDES: «Multi-country securitization and currency credging programs», en STONE y OTROS, 1993, pp. 26 y ss.

<sup>11</sup> *Vid.*, en este sentido, ALMOGUERA GÓMEZ: *La titulación crediticia ...*, *op. cit.*, p. 77.

A estos sujetos pueden añadirse, como elementos secundarios de la titulización, las entidades de crédito que pueden actuar como garantes del emisor de los valores o suministradores de liquidez para que dicho emisor mantenga el equilibrio entre su activo (créditos cedidos) y su pasivo (valores emitidos). Asimismo, intervendrán en el proceso titulizador sociedades o agencias de calificación (*rating*), que calificarán la calidad crediticia de los valores emitidos y, en ocasiones, entidades depositarias, encargadas de custodiar y conservar los documentos que respalden los activos crediticios propiedad del Fondo de Titulización.

Las ventajas de la titulización para los distintos intervinientes en cada una de sus fases son las siguientes: de un lado, el acreedor (cedente) moviliza su crédito, haciéndolo líquido con anticipación a su vencimiento, de forma paralela a lo que acontece en otros mecanismos de actualización de créditos como el *factoring*, transmitiendo los riesgos (morosidad o impago) a los inversores financiadores de esos créditos. Asimismo, el emisor de los valores (cesionario) obtiene una remuneración en forma de comisión de gestión y, finalmente, los adquirentes de los valores encuentran valores nuevos y seguros —pues están calificados, como se analizará más adelante, por agencias de calificación o *rating*— en los que invertir sus excedentes, particularmente los inversores institucionales<sup>12</sup>.

Desde un punto de vista jurídico, la titulización debe encuadrarse dentro del ámbito de la atipicidad contractual, en la última fase de un largo proceso de especialización en el sector de obligaciones y contratos mercantiles. En la búsqueda de un régimen jurídico para la atipicidad, se emplean conceptos que agrupan contratos que no presentan caracteres de tipicidad propia, pero sí presentan particularidades comunes. En este sentido, la titulización sería encuadrable dentro de los denominados «contratos parabancarios de financiación», con lo que se quiere designar aquellos contratos que van más allá de lo que se ha entendido tradicionalmente por «bancariedad» (intermediación en el crédito y negocios conexos) y a través de los que se realizan una

---

<sup>12</sup> *Vid.* un análisis de las ventajas e inconvenientes de la titulización para los distintos sujetos intervinientes desde un punto de vista financiero en ALMOGUERA GÓMEZ: *op. cit.*, pp. 165-239; VALERO: «La titulización ante sus nuevas posibilidades en España», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, 1998, pp. 8-13;

Desde el punto de vista del Mercado de Valores, la crisis de agosto de 1998 sirvió para que se manifestara el valor de refugio de las eléctricas al beneficiarse de bajos tipos de interés, dado su endeudamiento elevado y la poca exposición de este sector a los mercados internacionales, lo que les permite ofrecer buena rentabilidad por dividendo (rentabilidad por dividendo medio de 2'8%, frente al 2% de la Bolsa). La liberalización del sector eléctrico y la titulización de los CTC beneficiará financieramente a estos valores, particularmente a Iberdrola y Unión Fenosa, porque es de esperar que Endesa, por su exposición en Latinoamérica, e Hidrocantábrico, por su menor tamaño, tengan peor comportamiento. *Vid.* declaraciones de distintos analistas financieros en *El País*, 20 de diciembre de 1998, Sección «Negocios», p. 5.

serie de actividades no controladas en las que se participa mediante la inversión.

Se trata de un contrato atípico porque no está regulado específicamente por el Derecho positivo, ya que, aun cuando esté regulado el funcionamiento de sujetos o entidades intervinientes en tal proceso de titulización –como es el caso de los Fondos de Titulización y sus sociedades gestoras–, no se encuentra regulado específicamente el contrato de titulización en el Derecho positivo.

En este marco, entendemos que sería calificable como contrato mixto, por estar formado mediante la unión de prestaciones tomadas de contratos típicos de distinta naturaleza. En este sentido, la titulización parece integrarse mediante una pluralidad de contratos coordinados de carácter bilateral (cesión de créditos mediante compraventa) y multilateral (negocio de emisión de valores).

En este sentido, se puede distinguir, de un lado, la relación o negocio jurídico subyacente que genera un crédito entre un sujeto acreedor y un deudor. Seguidamente, el acreedor se convierte en cedente, cediendo ese crédito a un vehículo emisor (*Special Purpose Vehicle*).

La mayoría de las cesiones se instrumentan como compraventas, con lo que se obtiene liquidez mediante el traspaso de operaciones activas, pero también cabe que dicha instrumentación se realice a través de procesos más cercanos a permutas, por ejemplo, recibiendo la entidad cedente valores negociables, cambiando operaciones crediticias singulares por valores agrupados en serie o clases<sup>13</sup>.

Tres notas caracterizan la cesión crediticia que se produce en todo proceso titulizador: no cabe posibilidad de apelación contra el cedente, no es necesaria la comunicación de la cesión del crédito al deudor y, en ningún caso, la cesión puede invalidarse por los acreedores del cedente.

Finalmente, el vehículo emisor –en nuestro supuesto, fondo de titulización de activos– financia la adquisición de ese crédito cedido mediante la contratación de endeudamiento cuyo riesgo se vincula al derecho de crédito vendido.

Los contratos mixtos plantean como cuestión previa la de resolver el problema ocasionado con la mixtura de prestaciones, lo que la doctrina ha intentado abordar tradicionalmente sobre la base de la «teoría de la absorción» (aplicación del régimen correspondiente al contrato predominante) o de la «combinación» (aplicación conjunta de los regímenes correspondientes a los distintos contratos cuyas prestaciones se fusionan).

Entendemos que, en general, en relación a los contratos mixtos y, en particular, a la titulización, se debe atender a la función persegui-

---

<sup>13</sup> Ejemplo de cesión crediticia a través de permuta lo constituyen los *pass-through* americanos, frecuentes en operaciones hipotecarias a través de los *Mortgage-Backed Securities* que se entregaban a las entidades hipotecarias cedentes. *Vid.*, en torno a esta modalidad titulizadora, ALMOGUERA GÓMEZ: *op. cit.*, pp. 275-280.

da por las partes con el nuevo contrato, lo que se conecta con la voluntad de las partes manifestada en el contenido global del contrato. Con base en ello, y en relación a las fuentes aplicables a la titulización, será necesario atenerse, en primer lugar, a la voluntad de las partes, que debe complementarse mediante el recurso a la analogía (artículo 4, párrafo 1, del Código Civil) y acudiendo al régimen general de obligaciones y contratos<sup>14</sup>.

## 2. REGULACIÓN DE LA TITULACIÓN EN ESPAÑA

La regulación jurídica de los procesos de titulización se inicia en España exclusivamente en relación a préstamos hipotecarios, de forma paralela a lo que aconteció en EE.UU., en los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, así como en la Circular 2/1994, de 16 de marzo, de la CNMV, por la que se aprueba el modelo de folleto informativo para su constitución. Asimismo, el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, estableció que el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, podía extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias a otros préstamos y derechos de crédito<sup>15</sup>.

Posteriormente, la Disposición Adicional 5ª.2 de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de

---

<sup>14</sup> *Vid.*, en torno a la configuración de nuevas figuras contractuales mercantiles atípicas en el Mercado Financiero, GARCÍA VILLAVARDE, primero en el capítulo de introducción a la obra colectiva *El Derecho del Mercado Financiero*, t. I, vol. I, Civitas, Madrid, 1994, y posteriormente en la introducción a la obra colectiva *El contrato de factoring*, coordinada por Rafael GARCÍA VILLAVARDE, Madrid, 1999, p. 1-22.

<sup>15</sup> No hay que confundir los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH) con los Fondos de Regulación del Mercado Hipotecario (FRMH), regulados en el artículo 25.2 de la Ley 2/1981 y en el artículo 84 y ss. de su Reglamento y que constituyen unos Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) con un régimen especial acorde con la función que se les asigna, encomendándose su gestión a una sociedad gestora con la colaboración de una entidad depositaria. Frente a ello, en la titulización hipotecaria la entidad financiera desea hacer líquida su posición acreedora de créditos hipotecarios con los que se financia la adquisición de viviendas y emite un tipo de valores negociables característico del mercado hipotecario (participaciones hipotecarias), en virtud de los que se hace participar a los adquirentes de determinados porcentajes de los créditos hipotecarios, emitiendo el FTH valores de segunda generación (bonos de titulización hipotecaria) que incorporan el derecho de sus titulares a percibir intereses y obtener la restitución de la cantidad aportada sobre la base de los rendimientos que producirán los créditos hipotecarios participados.

Con ello se facilita la movilización de los préstamos hipotecarios, incrementándose la especialización y competencia de las entidades de crédito en este sector, con el efecto inmediato de un abaratamiento de los préstamos para adquisición de viviendas, situándose en esta necesidad social la causa justificativa de que el proceso de titulización se inicie en España, de forma paralela a lo que ocurre en otros países de Derecho comparado, en el sector hipotecario

entidades de crédito a la 2ª Directiva de Coordinación Bancaria, contiene un régimen jurídico genérico de los Fondos de Titulización de Activos (FTA), desarrollado reglamentariamente 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 fondos de titulización, siendo aplicable supletoriamente el régimen contenido en la Ley 19/1992. Asimismo, la Disposición Adicional 8ª de la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional (LOSEN), desarrollada por R.D. 2202/1995, de 28 de diciembre, reguló los Fondos de Titulización de Activos de la Moratoria Nuclear (FTAMN). En esta misma línea, hay que añadir la Disposición Transitoria 6ª de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, que, en su redacción tras la reforma introducida por el artículo 107 de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, recoge en su apartado 4ª la posibilidad de que las sociedades eléctricas titulares del derecho de compensación de los Costes de Transición a la Competencia (CTC) cedan total o parcialmente dicho derecho a un fondo de titulización de activos.

A todo ello hay que añadir la Disposición Adicional 4ª de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que introduce la posibilidad de crear Fondos de Titulización Hipotecaria «integrados por participaciones de créditos hipotecarios vencidos» sometidos a reglas especiales de información y supervisión.

Finalmente, hay que citar el Proyecto de Reglamento parcial de la Ley 30/1995, presentado ante la Junta Consultiva de Seguros, que se refiere a las «participaciones en los fondos de titulización de activos», entre los «bienes y derechos aptos para la inversión de las provisiones técnicas» de las entidades aseguradoras.

La cesión de créditos que conlleva toda titulización puede hacerse a favor de cualquier cesionario, sin que sea necesaria la creación de entidades específicas para adquirir el crédito titulado (fondos de titulización). No obstante, el legislador español ha optado en los supuestos de titulización contemplados a nivel jurídico positivo por exigir que el cesionario sea un Fondo de Titulización<sup>16</sup>.

---

(Exposición de Motivos de la Ley 19/1992). *Vid.*, en torno a estas cuestiones, ARRANZ PUMAR: *op. cit.*, p. 604; CACHÓN BLANCO: «Las emisiones de títulos hipotecarios», en *Derecho del Mercado Financiero*, t. I, vol. 2, dirigido por ALONSO UREBA y MARTÍNEZ SIMANCAS, Madrid, 1994, pp. 413 y ss.; TAPIA HERMIDA: *op. cit.*, p. 298;

<sup>16</sup> Es valorada positivamente por la doctrina esta opción del legislador, particularmente a la vista de experiencias negativas anteriores y, en particular, la realizada a través de una comunidad de bienes (desarrollada por Citibank), así como la efectuada por una sociedad anónima (auspiciada por el Banco de Santander). *Vid.*, en torno a estos temas, MÍNGUEZ PRIETO: «El nuevo marco legislativo en la titulización de activos», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, 1998, pp. 18-19.

Así acontece en la Ley 19/1992, en relación a la titulación hipotecaria (FTH), en la Disposición Adicional 5ª.2 de la Ley 3/1994, que contiene el régimen jurídico genérico de los Fondos de Titulación de Activos (FTA), así como en la Disposición 8ª de la Ley 40/1994, donde se regulan los Fondos de Titulación de Activos derivados de la moratoria nuclear (FTAMN) y, más recientemente, en la Disposición Transitoria 6ª de la Ley 54/1997, en su redacción tras la Ley 50/1998, en la que se admite la posibilidad de titulación de los Costes de Transición a la Competencia (CTC) a través de un fondo de titulación de activos, frente a la creación de un fondo específico para los activos derivados de la moratoria nuclear<sup>17</sup>.

Con base en esta opción, el acreedor/es que quieren titular sus créditos (las eléctricas, en relación a los CTC) los ceden onerosamente a un Fondo de Titulación (FTA) carente de personalidad jurídica y administrado por una sociedad gestora. Su activo está constituido por los créditos cedidos (CTC), actuando como un mecanismo de transformación financiera que, con cargo a dicho activo, emite valores de renta fija (*Asset-Backed Securities*, bonos de titulación) que constituyen su pasivo.

Los fondos de titulación de activos se regulan por la Disposición Adicional 5ª.2 de la Ley 3/1994, que remite su regulación a un futuro desarrollo reglamentario que se ha concretado en el R.D. 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulación, siendo aplicables supletoriamente las disposiciones contenidas en la Ley 19/1992 sobre los fondos de titulación hipotecaria.

En base a todo ello, en relación al régimen jurídico aplicable a la titulación de los costes de transición a la competencia en Derecho español, es necesario distinguir, de un lado, el régimen jurídico aplicable al contrato de titulación y, de otro, el régimen aplicable a las entidades intervinientes en el proceso titular de los CTC (fondo de titulación y su sociedad gestora).

En relación al contrato de titulación y, dada su naturaleza atípica, le será aplicable lo dispuesto por las partes, con base en la autonomía de la voluntad, que debe complementarse mediante el recurso a la analogía y acudiendo al régimen general de obligaciones y contratos.

---

<sup>17</sup> El proceso de titulación seguido en Derecho español es coincidente con el que existe en el ámbito europeo, donde el informe del Grupo de Contacto del Comité Consultivo Bancario de la CEE establece, en su apartado 23, en relación al mecanismo de «transferencia del originador al SPV» que, en los pocos países miembros en que ha sido practicada la titulación, la operación incluye secuencialmente: establecimiento de un SPV (*Special Purpose Vehicle*), transferencia de un paquete de activos al SPV, emisión por el SPV de valores basados en los activos transferidos, difiriendo, sin embargo, el estatuto de los SPVs en los distintos Estados miembros.  *Vid., sobre estas cuestiones, TAPIA HERMIDA: op. cit.*

De otro lado, al fondo de titulización de activos y su sociedad gestora, a través del que se titularán los costes de transición a la competencia con base en la Disposición Transitoria 6ª de la Ley 54/1997, le será aplicable en primer lugar el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, regulador de los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras, así como, supletoriamente, las disposiciones contenidas en la Ley 19/1992, sobre fondos de titulización hipotecaria.

### 3. LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y SUS SOCIEDADES GESTORAS

#### 3.1. *Los fondos de titulización*

##### 3.1.1. Constitución del fondo

Los fondos de titulización son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, representados y gestionados por una sociedad gestora (art. 1 del R.D. 926/1998, de 14 de mayo).

La constitución de los FTA ha de cumplir previamente los requisitos comunes a la emisión de valores (verificación y registro por la CNMV de una comunicación previa, documentos acreditativos, informes de auditoría y un folleto informativo el cual se adaptará al modelo que para la constitución de los FTA apruebe la CNMV mediante Circular) (art. 7). Asimismo, debe constituirse en escritura pública, en la que se identificarán los créditos que constituyen el activo inicial del fondo, el contenido de los valores a emitir (pasivo) y las reglas de gestión y mecanismos de garantía (arts. 5 y 6 R.D. 926/1998, de 14 de mayo). Finalmente, debe aportarse una copia de la escritura a la CNMV para su incorporación al correspondiente registro oficial (art. 92.3 LMV, en la nueva redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre).

No obstante, en los supuestos en que los fondos dirijan sus pasivos a inversores institucionales, los requisitos de constitución del fondo se reducen, frente a los casos de pasivos ofertados públicamente, a la comunicación y aportación de la escritura de constitución a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

##### 3.1.2. El activo del fondo

El activo de los FTA puede estar integrado por activos financieros u otros derechos homogéneos en su origen y características financieras, que figuren en el activo del cedente o derechos de crédito futuros, lo que constituye una de las mayores innovaciones introducidas por el



R.D. 926/1998, de 14 de mayo<sup>18</sup>. No obstante, el legislador sólo admite la titulación de cánones provenientes de la explotación de autopistas, exigiéndose para la admisión de titulación de otros créditos futuros autorización administrativa del Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV (art. 2.1. R.D. 926/1998, de 14 de mayo)<sup>19</sup>. La norma no distingue en relación al objeto de la cesión entre créditos públicos o privados, aun cuando, con arreglo a la normativa vigente en materia de cesión de créditos de naturaleza pública, su titulación habrá de estar prevista en una norma con rango de Ley. Esto es lo que acontece en la titulación de los costes de transición a la competencia prevista en la D.T.6ª de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, tras su redacción por la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, y en la que el activo del fondo lo constituirá, de forma paralela a lo que aconteció en la titulación de la moratoria nuclear, una compensación pública (CTC) determinada *ex lege* en favor de unos acreedores del Estado (eléctricas), compensación que financieramente se determina mediante los flujos afectados de la tarifa eléctrica. En efecto, mediante el reconocimiento de los CTC se está reconociendo un derecho de crédito de las compañías eléctricas frente al Estado, materializado en una compensación *ex lege*. Se trata, además, de nuevo —como en relación a los FTCMN— de una titulación garantizada por el Estado, pues materialmente los CTC están respaldados por los flujos provenientes de la tarifa eléctrica que pagan los ciudadanos por el consumo de electricidad.

En todo caso, la cesión ha de cumplir requisitos de carácter subjetivo, debiendo el cedente disponer de cuentas auditadas de los tres últimos ejercicios, haber depositado las cuentas anuales no sólo en el Registro Mercantil sino, además, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y debiendo informar en todas las memorias anuales sobre la cesión de derechos de crédito futuros (art. 2.2.a R.D. 926/1998, de 14 de mayo).

Con ello se persigue básicamente potenciar la información al inversor y la transparencia del proceso mediante la publicidad que para los mercados representa no sólo el Registro Mercantil sino, además, los registros públicos de la CNMV. No obstante, el cumplimiento de dichos requisitos puede exonerarse si el proceso goza del aval o la garantía del Estado o de una Comunidad Autónoma.

---

<sup>18</sup> Son activos homogéneos, por ejemplo, los préstamos de financiación para adquisición de automóviles, hipotecas, créditos derivados de tarjetas de crédito o *leasing*. Hay homogeneidad respecto de las características financieras si cabe establecer periodicidad en los pagos de interés y principal y cuando un reducido número de créditos dentro del cómputo de los que van a ser titulizados van a ser amortizados anticipadamente. *Vid.*, en torno a estos temas, GÓMEZ JORDANA-LAVILLA: *op. cit.*, p. 965.

<sup>19</sup> *Vid.*, en torno a estos temas, FRANCO Y MUÑOZ: «Titulación en infraestructuras y servicios públicos. Especial referencia al sector autopistas», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, 1998, pp. 55-72.

Asimismo, como requisitos de carácter objetivo, la cesión ha de ser plena e incondicional y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento y la entidad cedente no debe conceder ninguna garantía al cesionario, ni debe asegurar el buen fin de la operación (art. 2.2.b. R.D. 926/1988, de 14 de mayo).

Las cesiones, en todo caso, se formalizarán en un documento contractual cuya naturaleza pública o privada no se precisa, debiendo la sociedad gestora, en toda nueva incorporación de activos a los FTA, entregar a la CNMV un documento suscrito por el cedente en el que se describan los activos incorporados y en el que la sociedad gestora declare que los nuevos activos cumplen los requisitos legalmente exigidos (art. 2.D R.D. 926/1998, de 14 de mayo).

Finalmente, se plantea quién sería el titular de la propiedad sobre los patrimonios integrantes del fondo. Descartando la titularidad de la sociedad gestora –por ser, en nuestro Derecho, mera gestora de negocios ajenos (art. 6.1. Ley 19/1992)– así como la del propio fondo, por carecer de personalidad jurídica (art. 5.1. y 5.3. Ley 19/1992), lo que hace insostenible en nuestro Derecho las teorías provenientes del *trust* anglosajón, parece que la propiedad del fondo correspondería a los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo. Dado que los titulares de los valores son múltiples, nos encontraríamos ante una cotitularidad universal por cuotas, a la que serían aplicables supletoriamente los artículos 392 y ss. del Código Civil para la comunidad de bienes, en lo que no se oponga a los rasgos específicos de cada uno de los fondos posibles (FTH, FTA, FTAMN)<sup>20</sup>.

### 3.1.3. El pasivo del fondo

En relación al pasivo, los valores emitidos por el fondo deben ser calificados por una entidad reconocida por la CNMV (*rating*) y ser negociables en un mercado secundario organizado establecido en territorio español, no exigiendo el R.D. 926/1998, de 14 de mayo, su necesaria representación mediante anotaciones en cuenta, frente a lo que aconteció en relación a la titulización hipotecaria<sup>21</sup>.

De otro lado, en el R.D. 926/1998, de 14 de mayo, se amplía la gama de pasivos, pues, al lado de valores de renta fija (obligaciones, bonos) ya integrados en la titulización hipotecaria, se contempla la

---

<sup>20</sup> Siguiendo en esta interpretación a TAPIA HERMIDA: *op. cit.*, pp. 301-302, quien resalta el carácter especial de esta cotitularidad por la pasividad impuesta a los titulares de la gestión del fondo que corresponde a la sociedad gestora y su carácter inestable derivado de la admisión de los valores emitidos a negociación en un mercado secundario oficial; ARRANZ PUMAR: *op. cit.*, p. 618.

<sup>21</sup> *Vid.*, en relación a la calificación crediticia (*rating*) en los procesos de titulización de activos, STEINMAN: «La importancia del *due diligence* en el *rating* de financiación estructurada», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, 1998, pp. 47-53.

posibilidad de financiarse vía préstamos, de forma paralela a lo que aconteció en relación a los fondos de titulación de las compensaciones derivadas de la moratoria nuclear. Ahora bien, se exige que la financiación mediante valores supere el 50% del pasivo, con lo que se mantiene la esencia del proceso, que reside en la transformación de créditos en valores, salvo que causas técnicas, financieras o jurídicas justifiquen un porcentaje menor, y se acredite al constituir el fondo. De otro lado, se admite la posibilidad de emitir nuevos pasivos situados entre un valor de renta variable y una deuda subordinada, denominados «aportaciones de inversores institucionales», considerándose tales los mencionados en el artículo 7.1, párrafo a, del R.D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (art. 11 R.D. 926/1998, de 14 de mayo).

Asimismo, con la finalidad de proteger a los inversores, se confiere a la CNMV la posibilidad de condicionar la oferta pública de ciertos pasivos a que exclusivamente puedan ser adquiridos por inversores institucionales, contemplándose la exoneración de ciertos requisitos cuando los valores emitidos por un fondo de titulación de activos se dirijan exclusivamente a inversores institucionales (art. 10).

Los valores procedentes de fondos de titulación han experimentado una importante innovación financiera desde las primeras emisiones en los comienzos de los años 70, en un permanente esfuerzo por adaptarse a las exigencias de los inversores<sup>22</sup>.

Caben, básicamente, tres modalidades de titulación, recogidas en la Ley 2/1981 y el Real Decreto 685/1982: *Pass-throughs*, en la que los activos son propiedad de los inversores, generalmente a través de un vehículo financiero (caso de la participación hipotecaria), de forma que dichos activos pueden darse de baja de la entidad cedente, aunque generalmente ésta conserva la gestión de los flujos de caja procedentes de dichos activos<sup>23</sup>; *Asset-Backed*, esto es, títulos respaldados por activos, de forma que éstos continúan en el balance de la entidad poseedora de los mismos, ya que la única relación directa entre los activos y los valores que se hayan podido emitir con respaldo de éstos consiste en que los flujos de caja de estos valores se encuentran garantizados por los flujos correspondientes de dichos

---

<sup>22</sup> Vid., sobre la atipicidad de los valores mobiliarios, FREIRE COSTAS: «Emisión de warrants», en *Derecho del Mercado Financiero*, tomo I, vol. 2, dirigido por Alberto ALONSO y Julián María SIMANCAS, Madrid, 1994, pp. 379 y ss.

<sup>23</sup> Las primeras titulaciones hipotecarias se realizaron en EE.UU. el 19 de febrero de 1970, siendo el emisor la «Associated Mortgage Companies of Washington D.C. and New York City», y los adquirentes tres fondos de pensiones, mediante títulos garantizados por la Agencia GNMA. En 1971, esta misma Agencia emitió los denominados certificados de participación hipotecaria (FHMLC).

activos<sup>24</sup>. Finalmente, *pay-throughs*, modalidad en la que los activos siguen permaneciendo en el balance de la entidad originaria, ya que los inversores no tienen una relación directa de propiedad sobre ellos, aunque los flujos procedentes de dichos activos se destinen directamente al servicio de los valores emitidos con cargo a los mismos<sup>25</sup>.

En relación a la titulación de los costes de transición a la competencia, la Disposición Transitoria 6ª de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, en su redacción tras la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, que autoriza la titulación de dichos costes, no precisa la modalidad a través de la que se titularán. No obstante, es previsible que en la práctica la opción se sitúe entre los denominados *asset backed* y los *pay-throughs*.

#### 3.1.4. Clases de fondos

Los fondos de titulación se pueden constituir como fondos abiertos por el pasivo (la sociedad gestora adquiere del cedente un/os derecho/s de crédito) realizándose en base a ese activo cerrado sucesivas emisiones de valores de forma abierta (modelo de los FTAMN) (art. 4.1.a. R.D. 926/1998, de 14 de mayo). Asimismo, pueden estar abiertos por el activo, en cuyo caso hay una sola emisión de valores (pasivo cerrado) con cargo a una pluralidad de derechos de crédito que sucesivamente se van incorporando al fondo (modelo de financiación de autopistas) (art. 4.1.C. R.D. 926/1998, de 14 de mayo). Finalmente, pueden estar abiertos por el activo y el pasivo, produciéndose una incorporación sucesiva de créditos a su activo acompañada de sucesivas emisiones de valores con cargo a ese activo (modelo de titulación de activos renovables periódicamente derivados, por ejemplo, de tarjetas de crédito) (art. 4.1. R.D. 926/1998, de 14 de mayo). Frente a ello, el fondo puede configurarse con un carácter cerrado en el que se ceden los créditos en una sola vez, acompañada de una sola emisión de valores (modelo de los FTA) (art. 3 R.D. 926/1998, de 14 de mayo). ¿Cuál es el modelo de fondo seguido en relación con la compensación de los costes de transición a la competencia? La titulación de los CTC no se instrumentaliza a través de la constitución de un fondo específico como en el caso de la moratoria nuclear, sino a través de un fondo de titulación de activos al que se aplica el R.D. 926/1998, de 14 de mayo, y, supletoriamente, las normas reguladoras de los fondos de titula-

<sup>24</sup> A esta modalidad de emisión respondieron los denominados *collateralized Mortgage Obligations* (CMO), introducidos en el mercado norteamericano en junio de 1983 por la agencia FHMLC. *Vid.*, en torno a esta modalidad de emisión, ROLL: «Collateralized Mortgage Obligations: characteristics, history, analysis», en FABOZZI, *Propus Publishing*, 1987 y, entre nosotros, el estudio de ALMOGUERA GÓMEZ: *op. cit.*, pp. 275-280.

<sup>25</sup> *Vid.*, sobre estos temas, VALERO: *op. cit.*, pp. 7-8.

ción hipotecaria, por lo que entendemos que la configuración de los fondos de titulización de activos derivados de los CTC previsiblemente se hará siguiendo el modelo cerrado, esto es, una sola transferencia de activo y una sola emisión de valores.

### 3.1.5. Diferencias y analogías con las instituciones de inversión colectiva

Los fondos de titulización no constituyen una nueva modalidad de institución de inversión colectiva, como lo demostró la no inclusión por el legislador de los fondos de titulización hipotecaria en la Ley 46/1984, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, frente a lo que aconteció en relación a los fondos de inversión inmobiliaria<sup>26</sup>.

Las diferencias fundamentales estriban en que el activo del fondo de inversión está integrado por valores negociables o derechos de propiedad sobre inmuebles, frente al fondo de titulización, cuyo activo lo constituye un derecho de crédito que puede estar incorporado a valores negociables (participaciones hipotecarias en los FTHs) o no (créditos de compensación nuclear en los FTAMN o compensación de los CTC). Asimismo, en el fondo de titulización el pasivo está constituido por valores emitidos con la garantía de los créditos del activo (bonos de titulización), frente al pasivo de los fondos de inversión integrado por partes alícuotas del activo, que no son valores garantizados sino representativos del derecho de copropiedad del titular sobre el fondo. Ello determina que el partícipe en el fondo de inversión no adquiera un derecho a percibir unas rentabilidades determinadas, frente al partícipe del fondo de titulización que sí adquiere un bono con unas rentabilidades esperadas, lo que ha determinado hasta ahora su buen funcionamiento en el mercado. Finalmente, contrasta el carácter de institución de duración determinada del fondo de titulización con la duración, en principio indefinida, del fondo de inversión. No obstante, los fondos de titulización comparten con las instituciones de inversión colectiva su configuración como patrimonio separado encomendado en su gestión a la sociedad gestora.

### 3.2. Las sociedades gestoras

A las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización (SGFT) hacen referencia los textos legales reguladores de la titulización en Derecho español<sup>27</sup>. En relación a los fondos de titulización de activos

---

<sup>26</sup> En este sentido se pronuncian ARRANZ PUMAR: *op. cit.*, p. 617; CACHÓN BLANCO: *op. cit.*, pp. 447-450; TAPIA HERMIDA: *op. cit.*

<sup>27</sup> Artículo 6 Ley 19/1992, en relación a las sociedades gestoras de los fondos de titulización hipotecaria, SGFTH; D.A. 5ª Ley 3/1994, sobre sociedades gestoras de fondos de titulización de activos, SGFTA; apartado F, núm. 8, de la D.A. 8ª Ley 40/1994, referido a las sociedades gestoras de los fondos de titulización de activos derivados de la moratoria nuclear, SGFTAMN).

derivados de la compensación de costes de transición a la competencia, la D.T.6ª de la Ley 54/1997, en su redacción tras la Ley 50/1998, no hace referencia a la sociedad gestora de dicho fondo, pero su intervención resulta ineludible, dado el carácter del fondo como ente sin personalidad jurídica, aplicándose, por expresa remisión legal, lo establecido para los fondos de titulización de activos.

Nos referiremos a continuación al régimen jurídico de las sociedades gestoras de los fondos de titulización de activos reguladas en el RD 926/1998, de 14 de mayo, por realizarse a través de dichos fondos la titulización de los costes de transición a la competencia (CTC), como prevé el apartado 4ª de la Disposición Transitoria 6ª de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, en la redacción dada por el artículo 107 de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, sobre Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social.

En el artículo 14 del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, las sociedades gestoras de los fondos de titulización de activos se configuran como sociedades anónimas constituidas por el procedimiento de fundación simultánea, con un capital mínimo de 150 millones de pesetas totalmente desembolsado en efectivo, representado mediante acciones nominativas y de duración indefinida, debiendo incluir en su denominación social la expresión «sociedad gestora de fondo de titulización» o «SGFT»<sup>28</sup>. Las sociedades gestoras de fondos de titulización de activos se constituyen a través de tres fases, exigiéndose autorización del proyecto de constitución por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV (art. 13.1 y 2 del R.D. 926/1998, de 14 de mayo, y art. 6.2 de la Ley 19/1992), constitución como sociedad anónima mediante escritura pública e inscripción en el Registro especial de la CNMV (art. 13.3 R.D. 926/1998, de 14 de mayo, y art. 6.2 Ley 19/1992).

En relación a los órganos sociales, la sociedad gestora contará con un consejo de administración formado, al menos, por cinco miembros de reconocido prestigio comercial y profesional (art. 14.d R.D. 926/1998, de 14 de mayo). Actúan como gestoras de negocios ajenos, con base en contratos de mandato o comisión, asumiendo la representación y defensa de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que estén administrando. En este sentido, entre sus funciones se sitúa la adquisición de créditos a título originario

---

<sup>28</sup> Con anterioridad a la promulgación del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, no se contenía exigencia legal expresa de forma de sociedad anónima, pero el modelo de folleto informativo de fondos de titulización hipotecaria que figura como anexo a la Circular 2/1994 de la CNMV, al referirse a la información de carácter general sobre la SGFT, pensaba en una sociedad anónima, como lo demuestra la exigencia de menciones relativas al capital social suscrito y desembolsado y a las clases de acciones. Así mismo, el artículo 6, núm. 3, de la Ley 19/1992, en relación al régimen de supervisión de las SGFT, parecía estar pensando en una sociedad anónima.

(mediante suscripción de los valores que los incorporan) o a título derivativo (compraventa de aquéllos) (art. 12 R.D. 926/1998, de 14 de mayo). Como todo gestor de negocios ajenos, están obligados a rendir cuentas de su gestión (art. 1720 Cc y 263 C. de c.), percibiendo como contrapartida una comisión de gestión cuya fijación es libre. En relación a la responsabilidad que asumen las SGFT, los titulares de los valores emitidos por el fondo sólo pueden dirigirse contra ellas por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución, pero no por el impago del crédito que garantiza la emisión de valores, siendo este riesgo asumido por los titulares de dichos valores (art. 12.3 R.D. 926/1998, de 14 de mayo).

Finalmente, las sociedades gestoras de fondos de titulación de activos están sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV, lo que constituye un mecanismo de garantía de los inversores en el fondo (art. 6.3 Ley 19/1992, por expresa remisión del art. 20 del R.D. 926/1998, de 14 de mayo)<sup>29</sup>.

### III. PROBLEMAS JURÍDICOS DERIVADOS DE LA TITULIZACIÓN DE LOS COSTES DE TRANSICIÓN A LA COMPETENCIA (CTC) EN EL SECTOR ELÉCTRICO

#### 1. EL PROCEDIMIENTO SEGUIDO PARA AUTORIZAR LA TITULACIÓN DE LOS CTC

La D.T. 6ª.4. de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, en su redacción por la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, sobre Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, prevé la titulación de los costes de transición a la competencia, a través de un fondo de titulación de activos cuyo activo lo constituye una compensación pública (CTC), determinada *ex lege* en favor de las eléctricas como acreedores del Estado, compensación que financieramente se determina mediante los flujos afectados de la tarifa eléctrica y el pasivo por la posibilidad de financiación vía valores, así como mediante préstamos, lo que significa que no se titulan todos los costes de transición a la competencia.

<sup>29</sup> Se prevén en el Capítulo V, Título I, de la Ley 48/1984, como infracciones muy graves la inversión de los recursos del fondo en activos o la contratación de operaciones no previstas en la escritura de constitución del fondo; la contratación de operaciones no previstas en la escritura constitutiva; la negativa o resistencia a la actividad inspectora y la falta de comunicación de las informaciones solicitadas por la CNMV.

La titulación de los costes de transición a la competencia (CTC) prevista en la Ley ha dado lugar a un amplio debate financiero con claro trasfondo político, en el que la Comisión Nacional del Sistema Eléctrico –hoy Comisión Nacional de la Energía– manifestó en un informe (28 de septiembre de 1998), y posteriormente en reiteradas ocasiones a través de su presidente, su postura contraria no tanto al reconocimiento y titulación de los CTC, cuanto al procedimiento y modalidad de titulación por la que se opta<sup>30</sup>.

En relación al procedimiento seguido para autorizar la posibilidad de titular los costes de transición a la competencia (CTC), la Comisión Nacional del Sistema Eléctrico entendió que no había existido transparencia en la negociación, pues parecen haberse negociado en secreto acuerdos entre las eléctricas y la Administración sin que los demás interesados (consumidores, autogeneradores, nuevos competidores) hayan planteado sus peticiones y manifestado sus opiniones. Ello supone un incumplimiento de la obligación que la Ley impone al gobierno y a la CNSE de que todos los cambios importantes en la regulación del sector sean sometidos a examen del Consejo Consultivo, donde están representados todos los interesados en el sector eléctrico, en línea con el modelo americano de modernización del sector eléctrico sobre la base de la transparencia y la objetividad y frente a otros modelos opacos de regulación.

Así mismo, se cuestiona la oportunidad política de modificar la Ley del Sistema Eléctrico, cuya aprobación se produjo con el consenso de todos los grupos políticos a través de una enmienda presentada a la Ley de acompañamiento a los presupuestos generales del Estado de 1999, sin el correspondiente debate político previo.

## 2. EL MODELO DE TITULIZACIÓN ADOPTADO Y LA COMPOSICIÓN DE INTERESES AFECTADOS

En relación a la titulación de los costes de transición a la competencia (CTC), se cuestiona el modelo de titulación con garantía del Estado por el que se opta, paralelo al seguido en la titulación del derecho de compensación de los costes derivados de la moratoria nuclear. En base a este modelo, el Estado asume compromisos a través de la política tarifaria para posibilitar el anticipo a las eléctricas

---

<sup>30</sup> La Ley de Hidrocarburos prevé la constitución de una Comisión Nacional de la Energía que vendría a sustituir a la hasta ahora Comisión Nacional del Sistema Eléctrico y que no se ha constituido hasta el momento a causa de las tensas relaciones entre el Ministerio de Economía y Hacienda y el presidente de la CNSE, que han culminado en la renuncia de este último, con la finalidad de facilitar la constitución de la Comisión Nacional de la Energía (*vid.* declaraciones del ex-presidente de la Comisión Nacional del Sistema Eléctrico en *El País*, 14 de febrero de 1999, p. 3, sección «Negocios»).



de la cantidad de 1,3 billones en concepto de compensación de los costes de transición a la competencia, lo que se concreta en un incremento del 45% durante un período de 15 años en la factura por consumo.

La opción por este modelo plantea las siguientes cuestiones: de un lado, supone una cuantificación *a priori* de los costes de transición a la competencia (CTC), que parece contradecirse con el fundamento jurídico del reconocimiento de los CTC a las eléctricas, con los consiguientes perjuicios para los consumidores.

En efecto, los costes de transición a la competencia (CTC), como compensaciones derivadas de la liberalización de sectores como el eléctrico, tradicionalmente intervenidos, no pueden ser calculados *a priori*, pues, al incidir en los efectos derivados de la introducción de competencia, dependen de la evolución que en el mercado experimenten las distintas variables (evolución de la demanda, de los tipos de interés, vida útil de las centrales, ...) <sup>31</sup>. La cuantificación de los costes de transición a la competencia (CTC) en una cantidad única que se produce por efecto de la titulización podría, por tanto, llevar a que las eléctricas recauden más dinero del necesario para cubrirlos, sin que el gobierno tuviera posibilidad de reducir esos costes que estarán titulizados en manos de inversores, quedando obligado a respaldar esos títulos con su política tarifaria, perdiendo un importante elemento de presión para introducir competencia, con la consiguiente imposibilidad de ajustar la tarifa en perjuicio del consumidor.

Todo ello se obviaba, bajo la interpretación de la Comisión Nacional del Sistema Eléctrico, en el modelo establecido en la Ley del Sistema Eléctrico, de 27 de noviembre de 1997, en el que se reconocía a las eléctricas una cantidad máxima y no única de costes de transición a la competencia, modulable en el tiempo y sometido a autorización del gobierno, lo que parecía armonizar equitativamente los intereses en conflicto (eléctricas, consumidores, ...), frente al modelo de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, que hace prevalecer los intereses de las eléctricas frente a los demás.

En efecto, los intereses de las eléctricas parecen resultar beneficiados, pues lo que en la Ley era una mera expectativa de derecho modulable en el tiempo y en su cuantía en función del comportamiento de las distintas variables del mercado, con la titulización prevista se convierte en un auténtico derecho subjetivo, con los consiguientes perjuicios para los consumidores, que se ven sometidos a una rigidez tarifaria que limita su descenso.

---

<sup>31</sup> Por ejemplo, si aumenta la demanda, disminuye el tipo de interés y se incrementa la vida útil de las centrales, la consecuencia inmediata sería una reducción de los CTC.

### 3. CUESTIONABILIDAD DE LA CONCEPTUALIZACIÓN DE LOS CTC COMO AYUDAS PÚBLICAS Y LA DEFENSA DE LA COMPETENCIA

Así mismo, la cuantificación de los CTC plantea un tema de límites entre lo que sería estrictamente compensación por la entrada de competencia en el sector eléctrico (CTC) y lo que serían ayudas públicas<sup>32</sup>.

El debate en España viene a coincidir en el tiempo con la actual discusión en la Unión Europea sobre la justificación de las ayudas públicas, que está poniendo de manifiesto la insuficiente definición comunitaria de los apoyos públicos, así como los problemas competenciales a que dichas ayudas conducen.

En efecto, en el ámbito del sector eléctrico, la percepción por las eléctricas de una cantidad en concepto de costes de transición a la competencia plantea posibles problemas competenciales, no sólo en relación a empresas competidoras del mismo sector eléctrico sino, además, de otros sectores adyacentes.

En este sentido, los competidores de las eléctricas que entren en el sector a consecuencia —de la liberalización, lo harán en peor situación que los monopolios eléctricos, en mejor situación, además, que otros monopolios también recientemente liberalizados<sup>33</sup>.

Las eléctricas, además, tienen libertad de inversión de la cantidad percibida en concepto de costes de transición a la competencia, por lo que pueden invertirla para reducir su deuda e invertir en nueva capacidad de generación de energía o en otros sectores (telecomunicaciones, consultorías) con la consiguiente afectación a la competencia en el mercado<sup>34</sup>.

Todo ello conecta de manera directa con el derecho de la competencia comprensivo del derecho protector de la libre competencia (legislación *antitrust*) y de la disciplina contra la competencia desleal en su acepción estricta, así como de la normativa reguladora de las

---

<sup>32</sup> El anticipo en la percepción de los CTC por las eléctricas que supone su titulización, supondría la mayor operación de apoyo a un sector concreto por la Administración española, pues aunque las cantidades destinadas a reconversiones como la siderúrgica, construcción naval o minería han alcanzado niveles elevados, su aplicación se ha diluido en el tiempo y se han dispersado los sujetos afectados.

<sup>33</sup> Cabe citar, en este sentido, el caso de Telefónica que también solicitó reconocimiento de compensación de costes de transición a la competencia y no le fue concedida. Declaraciones de Miguel Ángel Fernández Ordóñez, ex-presidente de la extinguida CNSE, en *El País*, 14 de diciembre de 1998, sección «Economía», p. 64.

<sup>34</sup> Esto se plantea cuando dos grandes grupos del sector eléctrico intentan entrar en el sector de las telecomunicaciones. En concreto, Endesa y Unión Fenosa son accionistas en dos operadores de telefonía móvil (Airtel y Amena) y en el segundo operador de telefonía fija (Retevisión), a lo que deben añadirse las inversiones realizadas en el cable que, junto a las de sus socios de Telecom Italia, suman más de 400.000 millones de pesetas, siendo Iberdrola la aliada estratégica de Telefónica en el cable, habiendo acudido juntas al mercado brasileño con compromisos de inversión en torno al medio billón de pesetas. Vid. *El País*, 20 de diciembre de 1998, pp. 5-6.

distintas modalidades de propiedad industrial e intelectual en su acepción amplia<sup>35</sup>.

La defensa de la competencia atiende, además, a la incidencia que las ayudas públicas tienen en el ámbito competitivo, pues de algún modo la falsean, viéndose afectado el funcionamiento del mercado. En este ámbito, la pertenencia de España a la Unión Europea determina la aplicación de la normativa comunitaria relativa a la protección de la libre competencia (arts. 85 y ss. del Tratado de Roma), además del Derecho interno regulador de esta materia. En relación a las ayudas públicas, la normativa comunitaria se ocupa de ellas en los arts. 92 a 94 del Tratado de Roma con mayor rigurosidad que nuestro Derecho interno, que en el art. 19 de la Ley de Defensa de la Competencia (LDC) remite a la discrecionalidad del Ministro de Economía y Hacienda el tratamiento de los efectos anticompetitivos de las ayudas públicas. En el momento actual, la compensación de los costes de transición a la competencia a las eléctricas españolas está siendo examinada en Bruselas por el comisario de defensa de la competencia (Karel Van Miert), con las consiguientes consecuencias en el supuesto de que las ayudas no resulten compatibles con la normativa comunitaria sobre libre competencia<sup>36</sup>.

#### 4. LOS EFECTOS DE UNA POSIBLE INCONSTITUCIONALIDAD DE LA TITULIZACIÓN DE LOS CTC

Asimismo, el Partido Socialista ha anunciado en reiteradas ocasiones su intención de interponer recurso de inconstitucionalidad contra

---

<sup>35</sup> *Vid.*, por todos, GALÁN CORONA: estudio preliminar, en la obra *Legislación mercantil vigente*, volumen II, Editorial Lex Nova, octubre de 1997.

<sup>36</sup> Desde la incorporación de España a la CEE en enero de 1986, las ayudas públicas han incidido no sólo en el sector eléctrico, sino en otros como astilleros, RTVE, Santana, Papelera, Daewo..., habiendo sido objeto en todo caso de análisis por la Comisión Europea. Hay que recordar el caso Renove Industrial, en el que el gobierno español recurrió en noviembre de 1998, ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, la decisión de la Comisión de declarar la ilegalidad de las ayudas públicas concedidas por el gobierno español. Como se recordará, entre agosto de 1995 y diciembre de 1996 se subvencionó la compra de vehículos industriales a más de 5.000 empresarios y particulares por el 5% del valor del nuevo vehículo, a cambio de dar de baja otro con más de 10 años de antigüedad. En julio de 1998, la Comisión Europea entiende que la medida no es compatible con la normativa que define de la libre competencia y exige la devolución de los casi 8.200 millones de pesetas concedidos. De forma paralela, la justicia comunitaria ha declarado ilegales en otros casos las ayudas estatales como, por ejemplo, las ayudas alemanas a empresas siderúrgicas y actualmente se ha abierto una investigación por las concedidas en Italia a Fiat Auto. Más recientemente, *vid.* el caso Daewo.

Recientemente, en relación a los CTC el Ministro Piqué admitió en un medio de comunicación el cambio en la conceptualización de los mismos hablando de ayuda y no de compensación, así como admitiendo la posibilidad de que Bruselas exija alteraciones en la cantidad prevista de 1,3 billones. *Vid. El País*, 7 de febrero de 1999, sección «Negocios», pp. 16-17 y 23 de febrero de 1999, p. 52.

la titulación de los costes de transición a la competencia prevista en la D.T. 6ª.4 de la Ley del Sector Eléctrico, de 27 de noviembre de 1997, en su redacción tras la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, por entender que vulnera la libertad de empresa reconocida en el artículo 38 de la Constitución española, por resultar afectado el libre acceso al mercado, así como el libre ejercicio de empresa. En este ámbito, y en el supuesto de que prosperase el recurso de inconstitucionalidad, se plantea en qué situación quedarían los terceros inversionistas adquirentes de los títulos.

La mera interposición del recurso de inconstitucionalidad no afectaría a la vigencia y aplicación de la norma, sobre la base de la presunción de legitimidad que en principio acompaña a la Ley (art. 30 LOTC y STC núm. 66/1985, de 23 de mayo; AATC 230/1985, de 28 de marzo; 356/1986, de 17 de abril; y núm. 141/1989, de 14 de marzo).

Si la sentencia que resuelve el recurso fuera desestimatoria de la inconstitucionalidad, ello impediría cualquier planteamiento ulterior de la cuestión en la misma vía, fundada en infracción de idéntico precepto constitucional (art. 38.2 LOTC), por lo que la titulación de los costes de transición a la competencia, así como la emisión de valores conectada a dicha titulación no se verían afectadas en su validez.

No obstante, la cuestión se complica en el supuesto en que la sentencia que resuelve el recurso de inconstitucionalidad fuera estimatoria, en cuyo caso ello determinaría la nulidad y consiguiente pérdida de vigencia en el futuro de la norma impugnada, teniendo dicha nulidad efectos *ex tunc*, por tanto, desde la entrada en vigor de la Ley objeto de control y consiguiente nulidad de los actos realizados en ejecución de la misma, entre los que se situaría la titulación de los costes de transición a la competencia y la conexa emisión de valores.

No obstante, el Tribunal Constitucional, en la práctica, en base a la aplicación del principio de seguridad jurídica (art. 9.3), así como de los límites impuestos a los efectos de la declaración de inconstitucionalidad en temas concretos en los arts. 161.1.a y 40.1 de la CE y la LOTC, ha venido modulando la relación entre inconstitucionalidad y nulidad que establece la norma.

En este sentido, dicho Tribunal ha venido sosteniendo en reiteradas ocasiones que el alcance de la inconstitucionalidad no incide en situaciones consolidadas, particularmente de carácter financiero, en las que, por razones pragmáticas, resulta cuanto menos difícil declarar la nulidad de una norma contraria a la Constitución. En este orden, cabe citar la STC 13/1992, que declaró inconstitucionales determinadas partidas de las Leyes de presupuestos para 1988 y 1989, sin proceder a su anulación, dado que ello podría determinar «graves

perjuicios y perturbaciones a los intereses generales afectados a situaciones jurídicas consolidadas y particularmente a la política económico-financiera del Estado» (F.J. 7º)<sup>37</sup>.

Ello podría acontecer en relación a la posible inconstitucionalidad de la titulización de los costes de transición a la competencia, pudiendo estimar el Tribunal Constitucional que la nulidad de los actos realizados en ejecución de la norma declarada inconstitucional —entre los que se situaría la emisión de valores en un mercado secundario admitido a cotización oficial— por el fondo de titulización, causaría graves perjuicios a intereses generales afectando a una situación claramente consolidada como lo sería la del suscriptor de los valores emitidos.

No obstante, aun cuando el Tribunal Constitucional no optase por modular en este supuesto la conexión entre inconstitucionalidad y nulidad, habría que entender que dicha nulidad entraría en conflicto con las normas de protección de los terceros en los mercados contenidas en la Ley del Mercado de Valores.

Con base en ello, entendemos que la inconstitucionalidad no afectaría a la validez de los títulos, que seguirían siendo válidos, planteándose de dónde provendría la rentabilidad que perciben los terceros por esos títulos, dada la inconstitucionalidad de la norma. Entendemos que serían las eléctricas las que tendrían que devolver las cantidades percibidas en concepto de compensación de los costes de transición a la competencia y hacer frente a la rentabilidad de los valores, dada la nulidad de la norma, dejando el Estado de repercutir en la tarifa de los consumidores la rentabilidad que los terceros obtendrán de la titulización de los costes de transición a la competencia, con la consiguiente rebaja en la tarifa para los consumidores.

#### IV. CONCLUSIONES

La titulización de los costes de transición a la competencia prevista en la D.T. 6ª.4 de la Ley del Sector Eléctrico, de 27 de noviembre de 1997, en su redacción tras la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, sobre Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, merece una

---

<sup>37</sup> Vid. en este sentido, modulando la conexión entre nulidad e inconstitucionalidad, además, las Sentencias: 14/1981, de 29 de abril (F.J.4º), 33/1985, de 7 de marzo (F.J.3º), 60/1986, de 20 de mayo (F.J.1º) y 45/1989, de 20 de febrero (F.J.11º). Vid. sobre estos temas, entre otros, CAAMAÑO DOMÍNGUEZ/GÓMEZ MONTORO/MEDINA GUERRERO/REQUEJO PAGÉS: *Jurisdicción y procesos constitucionales*, Madrid, 1997, pp. 72-75; MONTORO PUERTO: *Jurisdicción constitucional y procesos constitucionales*, tomo I, Madrid, 1991, pp. 225-237.

acogida favorable por significar la introducción de una técnica de financiación empleada en otros ámbitos del sector eléctrico (moratoria nuclear), así como en otros sectores (participaciones hipotecarias) con resultados positivos.

No obstante, distinta parece resultar la valoración desde el punto de vista del procedimiento seguido para autorizar la titulización (vía Ley de acompañamiento a los presupuestos generales del Estado), así como la composición de intereses en juego resultante de la modalidad de titulización por la que opta el legislador español.

Quizá el problema provenga de una cuestión previa centrada en la idoneidad de los costes de transición a la competencia para ser titulizados, dado que ello requiere su previa cuantificación, lo que parece contradecirse con la naturaleza misma de dichos costes sometidos a distintas variables dentro del mercado (oferta, demanda, ...), dando lugar a un amplio debate financiero-administrativo.

En efecto, esa previa cuantificación necesaria, así como el papel garantizador de dicha titulización que asume el Estado al repercutir dichos costes en la tarifa del consumidor, han constituido algunos de los aspectos más controvertidos de la titulización de los costes de transición a la competencia (CTC), siendo determinantes de algún modo de desequilibrios en la composición de intereses en juego, en particular de los consumidores que, con base en ello, pueden ver disminuidas las posibilidades de que la tarifa eléctrica se reduzca hasta el límite mismo en que ello sería posible.

Es probable que una posible vía de solución provenga de modificar la cuantía de los CTC titulizables para evitar el riesgo de que lleguen a ser superiores a los reales. Ello, probablemente, se produzca por la vía ya iniciada en Bruselas por el Comisario de Defensa de la Competencia, de conceptualizar la cantidad que las eléctricas perciben como CTC no como compensación, sino como ayuda pública, lo que determinaría probablemente una reducción de su cuantía para adaptarse a la normativa prevista en el Tratado de Roma. La posible inconstitucionalidad de la titulización de los CTC –cuestionada y cuestionable– no debe introducir, sin embargo, inseguridad alguna en el proceso titulizador, en concreto en el éxito de la emisión de valores, pues, como se recordará, no afecta a dicha emisión. Superados estos problemas que recaen no tanto sobre el marco jurídico de la titulización, cuanto sobre los criterios de Derecho público (justificación y cuantificación de los CTC ...) en los que se apoya dicha titulización, es previsible que el proceso titulizador de los CTC se lleve a cabo con éxito, de forma paralela a la titulización de los costes derivados de la moratoria nuclear, que obtuvo una amplísima financiación en los mercados financieros en términos extraordinariamente satisfactorios, dada la relevancia de los intereses públicos implicados.

## BIBLIOGRAFÍA

ALMOGUERA GÓMEZ (1995): *La titulización crediticia (un estudio interdisciplinar)*, Madrid.

ARIÑO ORTIZ y LÓPEZ DE CASTRO (1998): *El sistema eléctrico español. Regulación y competencia*, Madrid.

ARIÑO ORTIZ, LÓPEZ DE CASTRO y DE QUINTO ROMERO (1999): *Informe «Costes de transición a la competencia sector eléctrico»*, Fundación de Estudios de Regulación Económica, Madrid.

ARRANZ PUMAR (1994): «Los fondos de titulización hipotecaria y sus sociedades gestoras», en *Derecho del Mercado Financiero*, t. I, vol. I, Madrid, pp. 599 y ss.

CAAMAÑO DOMÍNGUEZ/GÓMEZ MONTORO/MEDINA GUERRERO/REQUEJO PAGÉS (1997): *Jurisdicción y procesos constitucionales*, Madrid.

CACHÓN BLANCO (1994): «Las emisiones de títulos hipotecarios», en *Derecho del Mercado Financiero*, t. I, vol. 2, dirigido por ALONSO UREBA y MARTÍNEZ SIMANCAS, Madrid, pp. 413 y ss.

FABOZZI (1988): *The Handbook of Mortgage-backed securities*, Chicago.

FABOZZI y MODIGLIANI (1992): *Mortgage and mortgage-backed securities markets*, Harvard Business School Press, Boston.

FRANCO y MUÑOZ (1998): «Titulización en infraestructuras y servicios públicos. Especial referencia al sector autopistas», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, «Titulización de Activos», pp. 55-72.

FREIRE COSTAS (1994): «Emisión de warrants», en *Derecho del Mercado Financiero*, tomo I, vol. 2, dirigido por Alberto Alonso y Julián María Simancas, Madrid, pp. 377 y ss.

GALÁN CORONA (1997): «Estudio preliminar», en la obra *Legislación mercantil vigente*, vol. II, octubre, Editorial Lex Nova.

GARCÍA VILLAVERDE:

– (1994): introducción a la obra colectiva *El Derecho del Mercado Financiero*, t. I, vol. I, Civitas, Madrid.

– (1999): Introducción a la obra colectiva *El contrato de factoring*, coordinada por Rafael García Villaverde, Madrid, pp. 1 y ss.

GÓMEZ JORDANA y LAVILLA (1996): «La titulización de los derechos de compensación por la denominada “moratoria nuclear”. Antecedentes y régimen jurídico», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 64, octubre-diciembre, pp. 945 y ss.

GUAYO CASTIELLA (1998): «Jurisdictional conflicts within the State: autonomous communities and other sub-national entities in Spain», *Journal of Energy & Natural Resources Law*.

LEVENFELD/SOUSA (1992): «Cuándo y por qué titular», en *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núm. 18-19, abril, p. 151.

MADRID PARRA (1993): «La llamada titulización hipotecaria (Ley 19/1992)», *DN*, 29, pp. 1 y ss.

MÍNGUEZ PRIETO (1998): «El nuevo marco legislativo en la titulación de activos», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, «Titulización de Activos», pp. 18-19.

MONTORO PUERTO (1991): *Jurisdicción constitucional y procesos constitucionales*, tomo I, Madrid.

NAUGHTON (1998): «El mecanismo de la titulación se extiende en Europa», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, «Titulización de Activos», traducción realizada por MAYANS y PÉREZ, pp. 41-45.

OXENBRIDGE y NICOLAIDES (1993): «Multi-country securitization and currency credging programs», en STONE y otros, pp. 26 y ss.

PARRA (1994): «Cesión financiera de créditos hipotecarios», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdera)*, La Ley, pp. 1563 y ss.

PÉREZ LIZ y JUNCO (1998): «El mercado internacional de titulación», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, «Titulización de Activos».

PULIDO OVECEDO (1995): *La Ley Orgánica del Tribunal Constitucional. Anotada con jurisprudencia*, Madrid.

ROSENAL/OCAMPO (1989): *Securitisation of credit (inside the technology of finance)*, John Wiley & Sons, Nueva York.

STEINMAN (1998): «La importancia del «due diligence» en el rating de financiación estructurada», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, «Titulización de Activos», pp. 47-53.

STONE, ZISSU, LEDERMAN (1991): *Asset securitisation: theory and practice in Europe*, Londres.

TAPIA HERMIDA (1998): *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid.

VALERO (1998): «La titulación ante sus nuevas posibilidades en España», en *Actualidad Financiera*, número monográfico 3, «Titulización de Activos», pp. 8-13.

VV. AA. (1989): *Asset Securitisation Handbook*, Ed. Phillip L. Zweig-Dow Jones, Irwin (Illinois).