

5. Cuatrecasas

Fondo de Titulización «IM BCC Capital 1, Fondo de Titulización», fondo con doble finalidad, liberación de capital y obtención de liquidez

Jaime DE LA TORRE VISCASILLAS

*Socio
Cuatrecasas*

Miguel CRUZ ROPERO

*Socio
Cuatrecasas*

Resumen

Este fondo de titulización tiene una doble finalidad, por un lado, pretende la liberación de capital para la entidad cedente, CAJAMAR CAJA RURAL, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO («Cajamar» o el «Administrador»), y, por otro, ha servido para la obtención de liquidez al haberse vendido parte de los bonos del tramo senior al Instituto de Crédito Oficial (el «ICO»). De esta forma, un mismo fondo de titulización constituido en España logra un doble objetivo para la entidad cedente, y, asimismo, ha permitido la participación del ICO, banco público, con el objetivo de promover la financiación de proyectos de autónomos y pymes.

Este precedente pone de manifiesto como los fondos de titulización incorporados en España y, sujetos a legislación española, permiten a las entidades originadoras utilizar un mismo vehículo con distintas finalidades como son la liberación de capital y la obtención de liquidez, dos de los principales objetivos que persiguen las entidades de crédito en la actualidad.

Abstract

This securitisation fund has a dual purpose, on the one hand, it intends to be a mechanism to release capital for the originator, CAJAMAR CAJA RURAL, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO («Cajamar» or the «Servicer»), and, on the other hand, obtain liquidity by means of selling the senior tranche notes to the Instituto de Crédito Oficial («ICO»). In this way, the same securitisation fund incorporated in Spain achieves a double goal for the originator and allows the participation of the ICO, with the aim of promoting the financing of projects to SMEs.

This transaction shows how a securitisation fund incorporated in Spain, and subject to Spanish law, allows originators to use the same vehicle with different purposes such as the release of capital and obtaining of liquidity, two of the main objectives pursued by credit entities today.

1. ANTECEDENTES DE LA OPERACIÓN

Cajamar es una entidad de crédito que contaba con una cartera de derechos de crédito en su activo derivados de determinados préstamos (los «Préstamos») que fueron concedidos a deudores domiciliados en España clasificados como autónomos/empresarios individuales y/o a micro empresas, pequeñas y medianas empresas no financieras clasificadas como tales en base a lo establecido por la Aplicación Técnica núm. 9/2016 de Banco de España (los «Deudores»). Entre los Préstamos, había préstamos con garantía hipotecaria sobre inmuebles situados en España (los «Préstamos Hipotecarios») y otros sin garantía hipotecaria (los «Préstamos No Hipotecarios»). Conjuntamente, los derechos de crédito derivados de los Préstamos Hipotecarios y los derechos de crédito derivados de los Préstamos No Hipotecarios los «Derechos de Crédito».

Que Cajamar decidió constituir un fondo de titulización para movilizar los Derechos de Crédito mediante su cesión al fondo, todo ello al amparo de lo previsto en la [Ley 5/2015, de 27 de abril](#), de fomento de la financiación empresarial (la «Ley 5/2015»)

Que, de conformidad con el [artículo 22 de la Ley 5/2015](#), y con carácter previo a la constitución del mencionado fondo y la emisión de bonos por el mismo se procedió, el 13 de diciembre de 2018, a la inscripción del correspondiente folleto informativo (el «Folleto») y demás documentos acreditativos de la constitución del fondo en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la «CNMV»), todo ello en los términos previstos en el [artículo 34 y siguientes del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre](#), por lo que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (la «Ley del Mercado de Valores»), así como en el [Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre](#), por el que se desarrolla parcialmente la [Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores](#), en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (el «[Real Decreto 1310/2005](#)»).

Tras la verificación del Folleto por la CNMV, Intermoney Titulización, Sociedad Gestora de Fondos de Titulización, S.A. (la «Sociedad Gestora»), junto con Cajamar, procedió a la constitución del fondo, IM BCC CAPITAL 1, FONDO DE TITULIZACIÓN (el «Fondo») y llevó a cabo una emisión de bonos de titulización (la «Emisión de Bonos») que se integraron en el pasivo del Fondo. Los bonos emitidos se describen en el epígrafe siguiente donde se detalla el pasivo del Fondo.

2. ESTRUCTURA E IMPLEMENTACIÓN DE LA OPERACIÓN

2.1. Estructura del Fondo

El Fondo está integrado por dos tipos de Derechos de Crédito, derechos de Crédito derivados de Préstamos Hipotecarios y Derechos de Crédito derivados de Préstamos no Hipotecarios. El procedimiento para llevar a cabo la cesión de los mismos al Fondo varía.

En el caso de los Préstamos no Hipotecarios la cesión de los Derechos de Crédito al Fondo se realizó directamente a través de la propia escritura de constitución del Fondo sin la emisión de ningún título interpuesto, mientras que la cesión de los Derechos de Crédito derivados de Préstamos Hipotecarios al Fondo se instrumentalizó mediante la emisión por parte de Cajamar, y su suscripción por parte del Fondo, representado por la Sociedad Gestora, de los correspondientes Certificados de Transmisión de Hipoteca.

De esta forma, en la fecha de constitución del Fondo, la cesión de los Derechos de Crédito se formalizó de la siguiente manera.

2.2. Cesión de los Préstamos No Hipotecarios

El Cedente cedió y transmitió al Fondo, en la fecha de constitución, un número determinado de Derechos de Crédito derivados de Préstamos No Hipotecarios, en los términos previstos en la Escritura de Constitución del Fondo por un importe total igual al saldo vivo no vencido de los Derechos de Crédito derivados de los Préstamos No Hipotecarios. El Fondo adquirió dicha participación por el importe anteriormente consignado, con todos sus derechos y, en su caso, obligaciones principales y accesorias, que resultaban inherentes a los mismos desde la fecha de constitución del Fondo. El Fondo no tenía obligación de pagar cantidad alguna al Cedente o al deudor por los Derechos de Crédito diferente del precio de cesión antes mencionado.

2.3. Cesión de los Préstamos Hipotecarios

La cesión de los Préstamos Hipotecarios se realiza mediante la emisión por parte de Cajamar de Certificados de Transmisión de Hipoteca y la suscripción de éstos por parte de la Sociedad Gestora, en representación y por cuenta del Fondo. La suscripción se realizó por un importe total igual al saldo vivo no vencido de los Derechos de Crédito derivados de los Préstamos Hipotecarios en la fecha de constitución.

Los Certificados de Transmisión de Hipoteca fueron emitidos por Cajamar de acuerdo con la [Ley 2/1981, de 25 de marzo](#), de regulación del mercado hipotecario, el [Real Decreto 716/2009, de 24 de abril](#), por el que se desarrollan determinados aspectos de la [Ley 2/1981, de 25 de marzo](#), de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, la [Ley 5/2015](#) y demás normativa aplicable.

De conformidad con lo anterior, dado el carácter de inversor profesional del Fondo y la suscripción por éste de los Certificados de Transmisión de Hipoteca, a los efectos del párrafo segundo del [artículo 29.1 del Real Decreto 716/2009](#), la emisión de los Certificados de Transmisión de Hipoteca no fue objeto de nota marginal en cada inscripción en el Registro de la Propiedad de la hipoteca correspondiente a cada uno de los Préstamos Hipotecarios.

A los efectos de la válida cesión de los Derechos de Crédito, los Certificados de Transmisión de Hipoteca recogían las características concretas más relevantes de los mismos para que permitiesen su identificación. En éste sentido, cada Certificado de Transmisión de Hipoteca participa, desde la fecha de cesión en el 100% del saldo vivo de los Derechos de Crédito del correspondiente Préstamo Hipotecario y devenga un tipo de interés nominal igual al que devengue cada uno de ellos, y conlleva la cesión de cuantos derechos accesorios se deriven del correspondiente Préstamo Hipotecario en los términos previstos en los respectivos contratos que resulten inherentes al mismo (salvo aquellos que se excluyan expresamente) y, todo ello, por el mismo plazo restante de vencimiento de cada uno de ellos.

Los Certificados de Transmisión de Hipoteca se representaron mediante un único título múltiple emitido por Cajamar, representativo de la totalidad de los Derechos de Crédito derivados de los Préstamos Hipotecarios que se cedieron en virtud de la emisión de los Certificados de Transmisión de Hipoteca. Dicho título múltiple contenía todas las menciones exigidas por el [artículo 29 del Real Decreto 716/2009](#).

La Sociedad Gestora procedió, por cuenta del Fondo, a la suscripción libre de cualquier gasto o impuesto de los Certificados de Transmisión de Hipoteca para su inmediata agrupación en el Fondo. Asimismo, los Certificados de Transmisión de Hipoteca se depositaron en una entidad de crédito que actuó como entidad depositaria del mencionado título. Dicho depósito se constituyó en beneficio del Fondo, de forma que la entidad depositaria custodia los Certificados de Transmisión de Hipoteca depositados, siguiendo las instrucciones de la Sociedad Gestora.

Conforme a lo que establece el [Real Decreto 716/2009](#), los Certificados de Transmisión de Hipoteca son transmisibles mediante declaración escrita en el mismo título y, en general, por cualquiera de los medios admitidos en Derecho, estando su adquisición o tenencia limitada a inversores profesionales sin que puedan ser adquiridas por el público no especializado, de conformidad con lo previsto en el [artículo 32 del Real Decreto 716/2009](#). Tanto la transmisión como el domicilio del nuevo titular, deben notificarse por el adquirente a la entidad emisora.

2.4. Efectos de la cesión de los Derechos de Crédito

Cómo en el resto de operaciones de titulación similares a ésta, el transmitente de los Derechos de Crédito no responde de la solvencia de la entidad emisora ni de la del deudor de los préstamos, tampoco de la suficiencia de la hipoteca que lo garantiza. Es decir, se garantiza la existencia del Derecho de Crédito pero no la solvencia del deudor cedido.

A partir del otorgamiento de la escritura de constitución del Fondo, la cesión de los Derechos de Crédito derivados de Préstamos No Hipotecarios y la suscripción de los Certificados de Transmisión de Hipoteca surten efectos frente a terceros de acuerdo con el [artículo 1.526 del Código Civil](#) español.

La cesión de los Derechos de Crédito, incluye asimismo la cesión de todos los derechos accesorios que se derivan del correspondiente préstamo en los términos previstos en sus respectivos contratos de préstamo y que resulten inherentes a los mismos. La cesión de los Derechos de Crédito no está sujeta a cláusulas de reintegración estrictas en caso de que se declare el concurso del Cedente con arreglo al [artículo 16.4 de la Ley 5/2015](#). Es decir, la cesión de derechos de crédito a fondos de titulación gozan de una especial protección en caso de concurso de la entidad cedente. En este sentido, y en virtud del [artículo 16.4 de la Ley 5/2015](#) (por referencia a la [Disposición Adicional cuarta de la Ley 5/2015](#) y los [artículos 10 y 15 de la Ley 2/1981](#)), la cesión de los Derechos de Crédito transmitidos al Fondo únicamente puede ser rescindida o impugnada al amparo del [artículo 71 de la Ley Concursal](#) por la administración concursal, que tendrá que demostrar la existencia de fraude en la cesión. De ahí la diferencia con el régimen concursal general que se desprende del [artículo 71 de la Ley Concursal](#).

2.5. Activo y pasivo del Fondo

La estructura del Fondo quedó configurada en la fecha de constitución del Fondo de la siguiente manera:

El activo del Fondo estaba compuesto por los Derechos de Crédito derivados de los Préstamos concedidos a deudores domiciliados en España que estaban clasificados como autónomos/empresarios individuales y/o a micro empresas,

pequeñas y medianas empresas no financieras que han sido clasificadas como tales en base a lo establecido por la Aplicación Técnica n.º 9/2016 de Banco de España y que fueron objeto de cesión al Fondo en la fecha de constitución conforme a lo mencionado en los párrafos anteriores. De esta forma, los Préstamos están vinculados a los pagos realizados por los deudores, y, por tanto, quedan directamente afectados por la evolución, retrasos, anticipos o cualquier otra incidencia de los mismos.

En cuanto al pasivo del Fondo, el mismo estaba por el importe correspondiente a la emisión de Bonos que ascendió a una cuantía total de novecientos setenta y dos millones cien mil euros (972.100.000 €). Los bonos, como en el resto de operaciones de éste tipo, tienen un valor nominal y efectivo cada uno de cien mil (100.000 €) euros, y se agruparon en cinco clases de Bonos de la siguiente manera:

– Clase A: constituida por seis mil veintisiete (6.027) Bonos, por un importe total de seiscientos dos millones setecientos mil euros (602.700.000,00 €).

– Clase B: constituida por dos mil doscientos sesenta y cuatro (2.264) Bonos, por un importe total de doscientos veintiséis millones cuatrocientos mil euros (226.400.000 €).

– Clase C: constituida por seiscientos cuarenta y tres (643) Bonos, por un importe total de sesenta y cuatro millones trescientos mil euros (64.300.000 €).

– Clase D: constituida por quinientos noventa y seis (596) Bonos, por un importe total de cincuenta y nueve millones seiscientos mil euros (59.600.000 €).

– Clase E: constituida por ciento noventa y un (191) Bonos, por un importe total de diecinueve millones cien mil euros (19.100.000 €).

Adicionalmente a los Bonos, el pasivo del Fondo estaba integrado por los importes correspondientes a determinadas mejoras crediticias. Dichas mejoras incluían el importe correspondiente a un préstamo subordinado cuya finalidad era sufragar los gastos iniciales del Fondo, así como el importe correspondiente a un préstamo subordinado destinado a dotar la reserva de commingling.

El commingling son determinados riesgos que se pueden poner de manifiesto en las operaciones de titulización y que cada operación puede definirlos de una manera determinada. En ésta operación la finalidad de la reserva de commingling era hacer frente a los siguientes riesgos:

(i) El incumplimiento por el administrador, es decir, por Cajamar, de su obligación de transferir al Fondo los cobros de los Préstamos, salvo que dicho incumplimiento se subsanase en un plazo de cinco (5) días hábiles;

(ii) La insolvencia del administrador, si conllevara una interrupción de los pagos que deben realizarse al Fondo; o

(iii) La interrupción de los pagos que deben realizarse al Fondo como consecuencia de la sustitución del administrador por el administrador de respaldo (tal y como se detalla en el apartado 2.7 posterior).

La reserva de commingling se dotó en la fecha de desembolso con cargo a los fondos procedentes del desembolso del préstamo subordinado para reserva de commingling. La reserva de commingling se depositó en la cuenta de tesorería y únicamente se aplica para cubrir los gastos ordinarios y extraordinarios y los intereses de los Bonos de la Clase A ante el acaecimiento de alguno de los supuestos mencionados anteriormente.

2.6. Administración y representación del Fondo

Con carácter general, en las operaciones de titulización la administración y representación legal de los fondos de titulización corresponde a las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización. Ello es así por aplicación de los términos previstos en la [Ley 5/2015](#) y demás normativa aplicable. En nuestro caso, la representación del Fondo se encomendó a la Sociedad Gestora, todo ello en los términos previstos en la escritura de constitución del Fondo.

La Sociedad Gestora desempeña para el Fondo aquellas funciones que se le atribuyen en el [artículo 26.1 de la Ley 5/2015](#), y en especial, las relacionadas en el artículo 26 de la citada Ley. Igualmente, y de conformidad con el [artículo 30.4 de la Ley 5/2015](#), la responsabilidad de la Sociedad Gestora no se ve, en ningún caso, afectada por el hecho de que delegue funciones en terceros, ni por una nueva subdelegación, ni tampoco puede la Sociedad Gestora delegar sus funciones hasta el extremo de convertirse en una entidad instrumental o vacía de contenido.

A la Sociedad Gestora, en calidad de gestora de negocios ajenos, le corresponde la representación y defensa de los intereses de los titulares de los Bonos emitidos por el Fondo y de los financiadores del mismo. En consecuencia, la Sociedad Gestora debe supeditar sus actuaciones a la defensa de los mismos en cualquier caso, de conformidad con las disposiciones que se establezcan al efecto en cada momento. Los titulares de los Bonos y los financiadores del Fondo no tienen acción contra la Sociedad Gestora sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución y en el Folleto. Asimismo, los titulares de los Bonos no disponen de acción alguna contra los Deudores que hayan incumplido sus obligaciones de pago, siendo la Sociedad Gestora, como representante del Fondo, quien ostenta dicha acción.

Sin perjuicio de lo anterior, existe una cierta incongruencia entre la normativa que regula la administración de los activos del Fondo en la [Ley 5/2015](#), donde expresamente se establece que deben ser las Sociedades Gestoras las

administradoras de dichos activos y la normativa del mercado de hipotecario, concretamente el [Real Decreto 716/2009](#) en donde se establece expresamente que el emisor de los certificados de transmisión de hipoteca debe permanecer como administrador de dichos activos. De ahí que exista cierta incongruencia en que se encomiende la administración de todos los activos de un fondo de titulización a las sociedades gestoras y a su vez, en el caso de préstamos hipotecarios, su administración este reservada por imperativo legal a las entidades emisoras de los mencionados títulos.

Es decir, por aplicación del [artículo 26.3 del Real Decreto 716/2009](#), Cajamar retiene la administración y custodia de los Préstamos Hipotecarios de los que se derivan Derechos Crédito adquiridos por el Fondo. Mientras que, por otro lado, de conformidad con el [artículo 26.1.b\) de la Ley 5/2015](#), la Sociedad Gestora administra los Préstamos no Hipotecarios de los que se derivan Derechos de Crédito adquiridos por el Fondo, aunque éste a su vez delega dicha obligación al administrador de los préstamos, es decir, Cajamar. Dado que las sociedades gestoras no son entidades que tienen ni los conocimientos ni los medios suficientes para administrar los derechos de crédito titularidad de los fondos que administran, estas necesariamente tienen que delegar la administración de los mismos en terceros, normalmente los cedentes/originadores de dichos derechos de crédito que sí disponen de los medios y conocimientos para su administración. En nuestra opinión, entendemos que no tiene mucho sentido que se haya encomendado en la [Ley 5/2015](#) la administración de los activos de los fondos a las sociedades gestoras, creemos que habría tenido más sentido encomendar a las mismas la administración de los fondos que no de los activos de los mismos.

En este sentido, a efectos de las actividades de administración y gestión de los Préstamos (tanto Hipotecarios como No hipotecarios), la Sociedad Gestora suscribió con Cajamar el correspondiente contrato de administración de préstamos. En virtud del mismo, Cajamar asumió frente a la Sociedad Gestora y el Fondo los compromisos correspondientes hasta la cancelación total de los Préstamos o hasta la extinción o liquidación del Fondo, según proceda, y se comprometió a realizar cuantos actos fuesen necesarios para asegurar la efectividad y buen fin de los Préstamos en los términos establecidos en el mencionado contrato.

Con carácter general el administrador de préstamos puede llevar a cabo cualquier actuación que considere razonablemente necesaria o conveniente, dentro de los límites establecidos en el contrato de administración.

En lo que respecta a la posible revocación de su mandato, en la medida permitida por la legislación aplicable, el mandato a favor del administrador de préstamos puede revocarse si la Sociedad Gestora constata cualquier incumplimiento por parte de Cajamar establecidos en la escritura de constitución del Fondo y en el contrato de administración de Préstamos, o el acaecimiento de hechos que, en opinión de la Sociedad Gestora, conlleven perjuicio o riesgo para la estructura financiera del Fondo o para los derechos e intereses de los bonistas, incluidos, entre otros, la declaración de concurso, la intervención del Banco de España o la liquidación del administrador de Préstamos o un procedimiento de liquidación o resolución en los términos previstos en la [Ley 11/2015](#).

En caso de estar permitido por la legislación aplicable, la documentación prevé que la Sociedad Gestora pueda (i) sustituir al administrador de Préstamos; o (ii) requerir al administrador para que subcontrate o delegue la realización de dichas funciones en una persona que, a juicio de la Sociedad Gestora, tenga suficiente capacidad técnica para la realización de las mismas; o (iii) sustituir al administrador por el administrador de respaldo, tal y cómo se detalla en el siguiente apartado, siempre que se cumplan determinados requisitos y no se vea perjudicada la calificación asignada por las agencias de calificación a los Bonos. Todo lo anterior, teniendo en cuenta lo anteriormente mencionado en cuanto a la administración de los derechos de crédito según lo dispuesto en el [artículo 26.1.b\)](#) y [30.4 de la Ley 5/2015](#).

Como contraprestación por la custodia, administración y gestión de cobro de los Préstamos de los que se derivan los Derechos de Crédito, el administrador tiene derecho a percibir una comisión que se devenga diariamente y se abona en cada fecha de pago del Fondo, equivalente a un porcentaje sobre el saldo vivo de los derechos de crédito en la fecha de pago inmediatamente anterior. Dicha comisión se abona por el Fondo de acuerdo con el orden de prelación de pagos previsto en la documentación del Fondo.

2.7. Administrador de respaldo

Dentro de las labores de las sociedades gestoras, éstas deben hacer un seguimiento y control de los préstamos y de los derechos de crédito cedidos a los fondos de titulización. Entre dichas labores, la Sociedad Gestora debe detectar el incumplimiento del nivel de diligencia exigible al administrador. En éstos supuestos corresponde a la sociedad gestora identificar si la naturaleza del deterioro en la administración de los préstamos de los que derivan los derechos de crédito cedidos al Fondo puede dar lugar a la necesidad de sustituir al administrador.

En el Fondo, se regularon los siguientes supuestos de alerta de administración:

- (i) la interrupción del flujo de información periódica procedente del Administrador;
- (ii) el deterioro de su contenido;
- (iii) el deterioro de la solvencia del Administrador, medido por la incapacidad para mantener el nivel exigible de capital de acuerdo con la legislación vigente durante un período de seis (6) meses; y
- (iv) la entrada del Administrador en concurso de acreedores.

En caso de que se produzca uno de los mencionados supuestos, la Sociedad Gestora deberá notificar esta

circunstancia al Administrador que dispondrá de un plazo de treinta (30) días hábiles para evaluar y, en su caso, subsanar el mencionado supuesto y, en segundo lugar, en caso de que el mencionado supuesto no quedase debidamente subsanado, la Sociedad Gestora notificará esta circunstancia a las autoridades pertinentes, entre ellas a la CNMV, en tanto que supervisora del Fondo, las agencias de calificación o el administrador de respaldo.

A los efectos de tener una tercera entidad que pueda solucionar los supuestos anteriormente mencionados, en la presente operación se nombró desde la fecha de constitución del Fondo a una tercera entidad que asumió determinadas obligaciones. De esta forma, ante el supuesto de que se produzcan determinados hechos, se dispone de antemano de una tercera entidad independiente de Cajamar que se ha comprometido a llevar a cabo determinadas actuaciones sin que sea necesario proceder a buscar a dicha entidad llegado dicho momento.

2.8. Colocación de los bonos

Una de las finalidades de la presente operación consistió en colocar parte de los Bonos emitidos en mercado, ya que uno de los requisitos que hay que cumplir para poder liberar capital es que se vendan los tramos subordinados a terceros inversores.

En éste sentido, y a diferencia de lo que se ha venido haciendo en los últimos años donde éste tipo de operaciones tenían por finalidad la obtención de liquidez vía descuento de los Bonos emitidos por la entidad originadora en el Banco Central Europeo, en la presente operación se suscribió un contrato de dirección, colocación y suscripción de la emisión de los bonos. En virtud de dicho contrato, entre otras, el ICO se comprometió a suscribir doscientos ochenta y tres millones cuatrocientos mil euros (283.400.000 €) de Bonos de la Clase A y Cajamar se comprometió a suscribir los restantes trescientos diecinueve millones trescientos mil euros (319.300.000 €) de Bonos de la Clase A no colocados entre terceros inversores. De esta forma se consigue uno de los principales objetivos de la operación, la obtención de liquidez por el importe de los bonos de la Clase A colocados.

Por otro lado, Cajamar también asumió el compromiso de suscribir el importe total de los Bonos de la Clase B y de los Bonos de la Clase C. Estos Bonos no fueron por tanto objeto de colocación entre inversores.

Finalmente, se encomendó a Banco Santander la labor de colocar entre inversores cualificados los Bonos de la Clase D y de la Clase E para poder cumplir uno de los requisitos previstos en la normativa para poder liberar capital, la venta de los tramos subordinados. En éste sentido, y para el supuesto de que no fuese posible la colocación de los mencionados Bonos entre inversores, Cajamar asumió el compromiso de suscribir el importe correspondiente de los Bonos de la Clase D y los Bonos de la Clase E que no se hubieran colocado entre inversores cualificados, por parte de Banco Santander.

2.9. Liberación de capital

Otro de los elementos más relevantes de ésta operación fue la finalidad de liberar capital bajo el modelo estándar para la entidad originadora.

Con carácter general, para que una titulización tradicional sirva para que se produzca una transferencia significativa del riesgo, se deben cumplir los requisitos previstos en el [artículo 243 del Reglamento \(UE\) Nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013](#), sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el [Reglamento \(UE\) nº 648/2012](#) (el «Reglamento 575/2013»).

El artículo 243 establece distintas opciones para excluir las exposiciones titulizadas del cálculo de las exposiciones ponderadas por riesgo y las pérdidas esperadas, y, entre ellas, figura el que se considere que se ha transferido una parte significativa del riesgo de crédito asociado a las exposiciones titulizadas. Sin perjuicio de cumplir determinados requisitos en función de la opción elegida, toda operación que pretenda liberar capital debe cumplir una serie de requisitos, entre los que destacamos los siguientes:

- a)** que la documentación de la titulización refleje la esencia económica de la operación;
- b)** que las exposiciones titulizadas queden fuera del alcance de la entidad originadora y de sus acreedores, incluso en el caso de concurso o intervención;
- c)** que los valores emitidos no representen obligaciones de pago de la entidad originadora;
- d)** que la entidad originadora no mantenga un control efectivo o indirecto sobre las exposiciones transferidas;
- e)** que la documentación de la titulización cumpla todas las condiciones siguientes:
 - i)** que, con la salvedad de las cláusulas de amortización anticipada, no contenga cláusulas que exijan que las posiciones en la titulización sean mejoradas por la entidad originadora, en particular alterando las exposiciones subyacentes o aumentando el rendimiento pagadero a los inversores en respuesta a un deterioro de la calidad crediticia de las exposiciones titulizadas,
 - ii)** que no contenga cláusulas que aumenten el rendimiento pagadero a los tenedores de posiciones en la titulización en respuesta a un deterioro de la calidad crediticia del conjunto de exposiciones subyacente,
 - iii)** que haga constar, cuando proceda, que cualquier compra o recompra de posiciones de titulización por la entidad

originadora o patrocinadora, al margen de sus obligaciones contractuales, tendrá carácter excepcional y podrá efectuarse exclusivamente en condiciones de mutua independencia para las partes;

f) que, en los casos en que haya una opción de extinción, esa opción cumpla asimismo las siguientes condiciones:

i) que pueda ser ejercida discrecionalmente por la entidad originadora,

ii) que solo pueda ejercerse cuando quede por amortizar el 10% o menos del valor original de las exposiciones titulizadas,

iii) que no se encuentre estructurada de forma que evite la asignación de pérdidas a mejoras crediticias u otras posiciones que tengan los inversores, ni de otra forma que proporcione mejoras crediticias.

En éste sentido, a los efectos de que el Derecho de la Unión se aplique de una determinada forma, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), ha publicado diversas directrices sobre las prácticas de supervisión más adecuadas en el marco del Sistema Europeo de Supervisión Financiera y cómo debería aplicarse el derecho de la Unión en éste ámbito. De esta forma, la finalidad de las directrices que publica la EBA es que las autoridades competentes encargadas de la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las propias entidades financieras las puedan aplicar, tanto en la supervisión de las entidades como a los efectos de que las entidades puedan estructurar las distintas operaciones.

2.10. Retención de interés económico neto significativo

Para que una entidad de crédito, compañía de seguros o determinadas entidades, pueda estar expuestas al riesgo de crédito de una posición de titulización en su cartera de negociación o de inversión, es necesario que la entidad originadora, patrocinadora o acreedora original conserve, de forma permanente, un interés económico neto significativo que no puede ser inferior al cinco por ciento en la titulización contemplada. Este requisito viene establecido en el artículo 405 del Reglamento 575/2013 así como en el [artículo 51 del Reglamento Delegado \(UE\) nº 231/2013, de la Comisión de 19 de diciembre de 2012](#), por el que se complementa la [Directiva 2011/61/UE](#) del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión, así como [artículo 254 del Reglamento Delegado \(UE\) 2015/35 de la Comisión de 10 de octubre de 2014](#), por el que se completa la [Directiva 2009/138/CE](#) del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II).

A los efectos de dar cumplimiento a la anterior obligación, Cajamar, como entidad originadora a efectos de los anteriores Reglamentos se comprometió a conservar, de forma permanente, un interés económico neto significativo que no inferior al cinco por ciento en la titulización contemplada.

Asimismo, se comprometió a comunicar a la Sociedad Gestora, con periodicidad mensual (o al menos con la misma frecuencia de los informes periódicos que elabore para los inversores), el cumplimiento del compromiso de retención asumido para que ésta lo pueda publicar en su página web

Adicionalmente, de conformidad con las disposiciones del artículo 409 del Reglamento 575/2013, Cajamar se comprometió a que los posibles inversores puedan acceder fácilmente a todos los datos pertinentes sobre la calidad crediticia y la evolución de las distintas exposiciones subyacentes, así como a cuanta información resulte necesaria para realizar pruebas de resistencia minuciosas y documentadas respecto de los flujos de caja y el valor de las garantías reales que respaldan las exposiciones subyacentes.

3. COMENTARIO Y CONCLUSIÓN

Esta operación es especialmente interesante por cubrir dos finalidades muy distintas para una entidad de crédito, por un lado, la obtención de liquidez al venderse parte de los tramos senior, y, por otro, la liberación de capital en caso de cumplirse los requisitos establecidos en el artículo 244 del Reglamento 575/2013.

Asimismo, ha contado con la participación del ICO, banco público, en tanto que entidad suscriptora de parte de los bonos senior, con el objetivo de promover la financiación de proyectos de autónomos y pymes.

La presente operación incorpora la figura de un administrador de respaldo, muy utilizada en operaciones internacionales y que cada vez creemos va a tener una mayor importancia en operaciones nacionales, en particular por las exigencias de los inversores.

Consideramos, que no siendo la liquidez una de las necesidades más acuciantes de las entidades de crédito en éste momento, la obtención de capital adicional sí que puede serlo y, por tanto, la utilización de la titulización como un mecanismo para la liberación de capital puede ser uno de los instrumentos que se usen en el futuro por parte de estas entidades.