



# MERCADO DE VALORES

## Doctrina

### La nueva regulación de la Unión Europea en materia de titulización y sus efectos en la legislación española (1)

**Rafael MÍNGUEZ PRIETO**

*Doctor en Derecho. Socio de Cuatrecasas*

#### FICHA TÉCNICA

**Resumen:** *El propósito de este trabajo es hacer un análisis de la nueva normativa comunitaria aprobada recientemente en materia de titulización de activos, que introduce, particularmente, un conjunto de reglas generales a cumplir por la mayoría de las operaciones de titulización en los mercados financieros de la Unión Europea. Asimismo, y como principal novedad, se introduce una categoría de titulización que se denomina STS, y que persigue una homogeneidad y simplicidad de estas operaciones cuya principal ventaja es verse favorecida por un mejor tratamiento en materia de consumo de*

*recursos propios de la entidades financieras sometidas a supervisión prudencial. En segundo lugar, se estudia los posibles efectos de dicha normativa sobre el modelo de titulización español y la definición del futuro marco legal de este tipo de operaciones financieras en el ordenamiento jurídico español.*

**Palabras clave:** Titulización STS, titulaciones ACBP, esquemas fiduciarios.

**Abstract:** *The purpose of this paper is to analyse the new European Union legal framework on securitisations, that introduces, particularly, a group of general rules to fulfill by the majority of the securitisations transactions in the EU financial markets. As a main point, the new legal scheme introduces the STS as the key category, which its main advantage is to get a better solvency treaty for the financial entities subject to prudential supervision. In second place, the paper studies the potential effects of the new legal scheme on the current Spanish securitization model and the definition of the future legal framework of this kind of financial transactions.*

**Keywords:** STS securitisations, ACBP securitization, fiduciary schemes

## I. Introducción: el nuevo escenario regulatorio comunitario. Justificación y planteamiento

En el marco de medidas normativas comunitarias para mejorar la eficiencia y el funcionamiento de los mercados de capitales de la Unión Europea y, en definitiva, para el logro de un Sistema Financiero (el denominado Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales, que fue lanzado por la Comisión Europea en septiembre de 2015 ) que afrontara los problemas evidenciados, a la luz de la crisis iniciada a nivel global en 2008 , una de las propuestas impulsadas y definida como objetivo prioritario es la de definir un marco normativo sobre la «titulización de activos», en tanto instrumento esencial para lograr una mejor y más eficiente financiación de los diversos sectores y agentes económicos. Dicha medida representa una alternativa o fuente para lograr una financiación sustitutiva y, a la par, complementaria a las tradicionales bancarias y de mercado de capitales. En este sentido, se ha publicado recientemente un Reglamento de la UE para definir un marco general de la titulización de activos, y, a la vez, concretar un esquema de titulización «simple, transparente y estandarizada» (denominada STS), en tanto escenario esencial para que cierto tipo de entidades puedan utilizar una especie de sello comunitario de calidad para llevar a cabo este método de financiación alternativa, que, como se ha dicho en muchas ocasiones, es una especie de sistema de «financiación por el activo», frente al más clásico de «por el pasivo», sin menoscabo, también de que dicho esquema traspase los umbrales de las entidades financieras y sea también de aplicación a operaciones de financiación de agentes económicos privados. (2)

La disposición es fruto del procedimiento de codecisión habitual de las instituciones con capacidad normativa de la Unión y ha sido fruto de numerosos informes preceptivos y consultas públicas de los entes públicos y agentes del sector privado con implicaciones en este marco. Su pretensión ha sido la de definir un marco normativo de este instrumento financiero, completando ya algunas pautas introducidas en materia de solvencia de entidades financieras, y, más particularmente, de las entidades de crédito, en el Reglamento 575/2103, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, con el fin de favorecer la financiación empresarial y el crecimiento económico, superando los problemas evidenciados en el período de crisis económica, donde uno de los

«triggers» fue la denominada crisis de las «subprimes» americanas ( titulizaciones de créditos hipotecarios de alto riesgo), donde salió a relucir el problema de la desnaturalización de este instrumento. Efectivamente, un uso indebido y sin transparencia en la información y con una ineficiencia palmaria en la gestión de riesgos transformados derivó en uno de los mayores detonantes de la crisis financiera de los últimos años. Y, por tal circunstancia, encauzar normativamente este instrumento de tal modo que permita una eficiente financiación de las economías públicas y privadas sin riesgo para el mercado, y con un adecuado tratamiento en materia de solvencia, representa un reto indudable para los reguladores a nivel internacional. En este panorama legal, debemos destacar que en paralelo y estrechamente unida se ha tramitado y publicado una necesaria Reforma del Reglamento 575/2013 (3) para dar cumplimiento a las modificaciones necesarias para dotar de un tratamiento más beneficioso en términos de solvencia de entidades de crédito y de empresas de servicios de inversión, en lo concerniente a las titulizaciones en que participen dichas categorías de entidades financieras para adaptarla a las novedades que se introducen en el presente nuevo Reglamento, y, más en particular, para las titulizaciones STS. Este fue un debate que se vivió en nuestro país hace más de 25 años cuando se inició el diseño del marco normativo de la titulización, y, por ello, se puede destacar que la regulación española marca muchas pautas en varias materias contempladas en el marco normativo a estudio, ya que los resultados en nuestro sistema financiero, salvo un caso aislado reciente, y que no cuestiona el modelo en modo alguno, ha dado un resultado ciertamente positivo, especialmente para la refinanciación de entidades financieras, e incluso, las experiencias privadas, de menor número, han dado un buen juego en los últimos años, incluidos los de la crisis económica y financiera (4) .

De una manera sucinta, y, a título introductorio, desde un plano más jurídico, el marco comunitario da cobertura a todo tipo de esquema legal, ya sea fiduciario o societario, propio de las diversas realidades legales en los países de la Unión. Por ello, a la par de que se define un conjunto normativo general, que ampara la mayor parte de los esquemas de titulización en mercado, precisa el marco de las STS como esquema preciso al que se deberán someter estas operaciones tanto para entidades financieras como para entidades privadas.

Otra de las ideas clave es delimitar el marco de los actores implicados en los procesos de titulización, al objeto de definir de manera clara y específica el «rol» de aquéllos en este tipo de operaciones, evitando diluir responsabilidades frente a los inversores, así como frente a los propios supervisores, y, muy en particular, en la gestión de los riesgos consustanciales a este tipo de operaciones. Pero el mayor hincapié, como luego analizaremos, se efectúa en materia de información y transparencia en las estructuras y en los créditos y riesgos que se transmiten al mercado de capitales desde los sponsors o desde los cedentes. De ahí las reglas que, sobre «due diligence» de activos subyacentes, se preconizan para preservar el juicio fundado sobre el riesgo titulado por parte de los actores implicados, y, muy en particular, por los inversores y los gestores de los procesos de titulización. Otro eje esencial del marco normativo son las reglas provenientes de la normativa de solvencia en materia de «retención de riesgos» por los originadores de los activos cedidos, a efectos de garantizar una prudencia y compromiso en la asunción de riesgo en la cartera del originador, asegurando una mayor implicación en la operación si permanece dicha vinculación. Asimismo, y profundizando en la filosofía referida, se incide en la idea de que el cedente no tome ventaja o genere una información asimétrica frente al mercado. Esto es otra manifestación o lección aprendida durante la crisis financiera donde el ocultamiento al mercado de la realidad subyacente derivó en notables problemas de gestión del riesgo y, sobre todo, de alterar la estabilidad financiera de los mercados por la traslación opaca de riesgos.

La norma está, de igual modo, guiada por una orientación tuitiva de protección del inversor que se manifiesta cuando proclama que lo normal es que las operaciones públicas sean dirigidas a inversores institucionales y, en ningún caso, como regla, a pequeños inversores, de ahí que también arbitre una diferenciación entre titulizaciones públicas y privadas, pudiendo exceptuar a estas últimas, dados sus destinatarios más cualificados como inversores, de la aplicación de ciertas reglas de protección del presente esquema normativo

En dicha línea, se profundiza dejando fuera a las que se denominan «retitulizaciones», así como a las titulizaciones sintéticas, en tanto operaciones con una estructuración de riesgos y de gestión

bastante excepcionales y que no reclaman un interés de regulación por el momento, y que se pospone para una fase posterior su reglamentación. Quizás las primeras se dejan a un lado por la problemática generada durante la crisis, evitando como regla general su difusión en este ámbito normativo que afecta en mayor medida al mercado de capitales en general; y, las segundas, por no ser urgente su tratamiento, posponiéndose para un momento posterior. En igual línea está la determinación de no dar cobertura a la titulización de créditos en «default», para evitar una mayor difusión de este tipo de operaciones de «distress» que no son algo esencial a regular en estos momentos.

A todo lo anterior, y con una visión de «control» e «intervención» del mercado para este tipo de operaciones, se preconiza un esquema administrativo de supervisión, a diferente escala, de las operaciones y de los participantes en este mercado, como elemento de garantía del buen funcionamiento del mismo. Se enmarca dentro de la filosofía y planteamiento normativo de que corresponde a las autoridades públicas la supervisión, en un sentido amplio, de todos los actores y elementos operativos de las titulaciones, siguiendo modelos o esquemas similares que en otros contextos normativos financieros de la Unión.

Por último, para cohesionar este nuevo escenario normativo con el resto de la regulación financiera que se ve afectada por este tipo de operaciones financieras, se modifican un conjunto de disposiciones sobre entidades financieras para coordinar las reglas sobre gestión de riesgos y originación de operaciones. Todo ello concertado con las diversas encomiendas normativas a EBA, ESMA y otros organismos como IOSCO, etc., para que completen a futuro el marco general contemplado en el Reglamento, debido a su complejidad técnica y la multitud de aspectos que quedan por completar.

En estos derroteros, y, como luego se analizará, para responder a dichos mandatos, por lo que concierne a ESMA, ha sacado a consulta, como primer bloque de propuestas normativas tres documentos que son los siguientes: «Draft technical standards on third-party firms providing STS verification services under the Securitisation Regulation», de 19 de diciembre; en segundo lugar, el «Draft technical standards on disclosure requirements, operational standards, and access conditions under the Securitisation Regulation»; y, finalmente, el «Draft technical estándar on content and format of the STS notification under the Securitisation Regulation». Estos dos últimos documentos también se han publicado, a título de consulta pública, el 19 de diciembre pasado, igual que el primero citado.

Por lo que se refiere a la parte de desarrollo normativo de EBA, tenemos también dos propuestas: la primera, el denominado «Draft Regulatory Technical Standards specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention pursuant to Article 6 (7) of Regulation EU»; y, de otro, el «Draft Regulatory Technical Standard on the homogeneity of the underlying exposures in securitisation under art. 20(14) y 24 (21) del Reglamento 2402/2017». Ambos publicados para consulta con fecha 17 de diciembre del pasado año.

## II. Contenido y principios

El Reglamento 2402/2017 se estructura en 5 Capítulos. En el primero de ellos, se abordan cuestiones relativas al ámbito de la norma, los conceptos que sirven de pilares a la misma, y ciertos requisitos parciales sobre limitación de venta a minoristas, y características de las estructuras de titulización. Inicia el contenido articulado delimitando la pretensión normativa de abordar un marco general para las titulaciones en el ámbito de la Unión Europea, muy particularmente poniendo énfasis en los requisitos que considera indispensables para asentar una regulación que, a la par que favorece objetivos económicos y de política financiera, también delimite un control y supervisión para evitar indeseables consecuencias de todo orden advertidas en la pasada crisis financiera con ciertas estructuras de titulización. A tal efecto, especifica el ámbito regulatorio a los sujetos que se delimitan; esto es, inversores institucionales, originadores, sponsors, cedentes y vehículos de titulización. Asimismo, como ya avanzamos, se preconiza también que uno de sus objetivos fundamentales es especificar el marco de las denominadas STS, como sello de identidad de operaciones de las reguladas que ofrecen una delimitación más

determinada para ser objeto de las inversiones de entidades sometidas a supervisión prudencial.

En la línea indicada, la norma pretende delimitar los aspectos subjetivos y objetivos a los que aplica. A tal fin, el artículo 2 marca el ámbito material al definir como «titulización» una operación donde el riesgo asociado a un conjunto de créditos se estructura o divide en diferentes tramos, con una prelación en los pagos en función de los flujos que finalmente alleguen a la estructura, donde también media una subordinación en los riesgos para distribuir las pérdidas del esquema, y que se desvincula del generador del riesgo, como rasgo esencial. A renglón seguido, concreta lo que se entiende por vehículo de titulización, dando cabida a esquemas de toda índole, tanto a modo de *trust* como de otra naturaleza, con un propósito especial de canalización de la operación en sí, e independiente del generador o del sponsor. A tal fin, delimita lo que entiende por generador del riesgo, u «originator», del «sponsor» o gestor del vehículo. En el ámbito de las estructuras, hace una precisión particular sobre las «ABCP programs», que son esquemas abiertos de financiación vía titulización a corto plazo de créditos básicamente comerciales, y que son muy habituales de mercado, donde sus sponsors por regla general suelen ser entidades de crédito.

En el marco anterior, también distingue entre titulización clásica, en los términos antes definidos, de la denominada «sintética», donde hay cesión de riesgo, pero no de activos, y, que como avanzamos, no es objeto por ahora de regulación y armonización, al ser un propósito más complejo y que no requiere de tanta premura para los mercados financieros de la Unión. Incorpora también la noción de «inversor institucional», delimitada básicamente por entidades financieras sujetas a algún tipo de control prudencial, y, muy en particular, compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión, alternativos y de categoría común, así como entidades de crédito o empresas de servicios de inversión. De igual modo, se delimita la noción de «original lender» o generador del riesgo de crédito en inicio, que será objeto de transformación al albur de la operación. Mención especial requieren las definiciones concernientes a los «ABCP programs», por cuanto la norma quiere delimitarlos conceptualmente sobre la base de que el sponsor facilita liquidez, existen unas reglas de dilución, así como el compromiso de derivar ciertos costes hacia el inversor.

A modo de regla clave que reduce las posibilidades de inversión de clientes minoristas, la norma cierra paso a las inversiones a dicha categoría de inversores, fijando un conjunto de reglas limitativas y de transparencia y limitación a las posibilidades de dichos inversores, obligando a cumplir los *test* de la directiva MIFID II sobre adecuación de inversiones, y a la vez estableciendo un «cap» al máximo riesgo sobre el portfolio de inversión a título individual, como consecuencia de que la evaluación de este tipo de riesgo requiere de unos conocimientos que no están al alcance de la mayor parte de inversores no profesionales y sólo pueden alcanzar a inversores muy cualificados de retail. En definitiva, se quiere cerrar al paso, casi de modo completo, al inversor individual no cualificado a este tipo de operaciones por la complejidad y sofisticación de las mismas, auspiciando su instrumentación a través de inversores institucionales en tanto canal más adecuado para un completo análisis de riesgo, por el mayor perfil de asimilación del cariz de este tipo de operaciones e inversiones financieras que entrañan un notable riesgo.

Por último, se introduce una regla particular sobre los fondos o vehículos de titulización amparados por la norma, en tanto que se pretende evitar que se establezcan en terceros países que no cumplan con normas internacionales en materia de legislación de blanqueo de capitales, y en materia fiscal en el ámbito de los Convenios de la OCDE, que facilitan intercambios de información entre los países suscriptores.

En el Capítulo II de la disposición, se contienen un conjunto de previsiones que resultan de aplicación a todo tipo de titulizaciones en el marco presente, con independencia de la modalidad o esquema de titulización. Así, en el artículo 5 se dispone la regla de «due diligence» para inversores institucionales, que deben llevar a cabo estos previamente a efectuar una inversión en una operación de titulización, y la evaluación de riesgo a diferentes niveles que tienen que efectuar. Por tal circunstancia, en primer término, se requiere la comprobación de que se ha seguido por parte del originador del crédito, cuando no es una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, una política de riesgo crediticio estructurada con criterios definidos, idea que se extiende al riesgo de entidades de terceros países, donde se añade la verificación de que hay un procedimiento concreto de evaluación de solvencia. De igual modo, tiene que comprobarse que se

cumple la regla general de retención del riesgo en origen, en los términos que se requieren a nivel general, como luego veremos. Finalmente, se obliga a que el originador ofrezca una información de la estructura también en los términos que se previenen con carácter general desde un punto de vista financiero y de riesgo de crédito. En lo concerniente a ABCP, las indicaciones anteriores resultarán de aplicación al sponsor. En segundo término, se dispone que se debe llevar a cabo una «due diligence» para evaluar los riesgos existentes en la cartera y en la estructura diseñada, las reglas de prelación de pagos, amortización anticipada, etc., así como de la información sobre el subyacente y su historia de morosidad y riesgo, que, para el caso de los ABCP, se prescriben respecto a la liquidez y el apoyo del sponsor. Como complemento a lo anterior, se requiere que el inversor fije un procedimiento escrito para comprobar y hacer seguimiento de modo continuo de la posición y de las exposiciones que se integran en la misma, así como realizar pruebas periódicas de resistencia sobre los flujos y las garantías, reportando de modo regular a los órganos de administración, y generando un sistema de control interno que permita garantizar al supervisor o autoridad competente del puntual cumplimiento de dichas obligaciones. Lo que sí ampara la norma es que sea el gestor de un inversor institucional el obligado a cumplir dichas premisas cuando la gestión del patrimonio está delegada en un tercero.

El artículo 6 consagra la regla esencial, ya contemplada para entidades financieras, de que debe de mediar una «retención del riesgo» por parte del originador, sponsor u original lender, en tanto principio de implicación en la cesión, en un nivel no inferior al 5 por 100 de la posición de titulización, siendo en caso de duda el originador en quien recaerá la observación de la regla si no media una decisión específica al particular. En esta línea, prescribe una directriz importante para evitar malas prácticas, al señalar que el originador no seleccionará activos o créditos en pérdidas por un período de 4 años, por un nivel más alto que el de activos que mantenga en su balance. Se quiere evitar una diferenciación de riesgo frente a lo que no se cede, con posiciones más deterioradas que las que se incluyen en la operación. La contravención de esta regla puede ser objeto de sanción por la autoridad competente.

Concluye el régimen de requisitos generales del presente Capítulo con el concerniente a los de transparencia para originadores, sponsors y vehículos, obligándoles a proporcionar a los inversores, al mercado y a los supervisores un conjunto de informaciones que abarcan aspectos diferentes. Información trimestral o mensual, de los activos subyacentes de operaciones normales o ABCP, respectivamente. En segundo término, hay que poner a disposición del mercado toda la documentación regulatoria y contractual, que abarca desde el folleto informativo a registrar, los contratos referentes a la operación y a la estructura legal, incluyendo los de operaciones de derivados. En suma, la necesaria información para analizar, valorar y discernir el esquema legal y los riesgos de esta índole, y, en particular, la prelación de créditos y los riesgos de índole concursal, los derechos de voto de los bonistas y los esquemas de protección en casos donde deba concurrir su voluntad sobre aspectos precisos de la titulización. De igual modo, se requieren informes periódicos sobre el riesgo de los activos y su evolución, y también lo concerniente a la protección de datos personales derivados del cumplimiento de dicha normativa.

Como ya avanzamos en la introducción, el esquema normativo implica también un sistema de registro con control público, a efectos de contrastar y delimitar el perímetro que cumple las premisas del Reglamento, sirviendo de instrumento informativo para los inversores y mercados. Se crean los «Registros de Titulizaciones» en el ámbito de la UE, y bajo el control de ESMA, y a través de los cuales se cumplirán los requisitos de información antes precisados. De este Capítulo 3, conviene hacer mención a dos preceptos que se incluyen al final del mismo y con la pretensión, en primer término, de limitar o restringir las denominadas retitulizaciones, o titulizaciones que incluyen activos titulizados. En suma, pretenden evitar titulizaciones de segunda generación, salvo que se cumplan determinadas premisas, que se engloban bajo el concepto de aquellas que tengan una finalidad legítima. Mayor interés, en segundo lugar, ofrece la prescripción del artículo 17, en materia de activos susceptibles de incorporarse a una estructura de titulización. Se exige a los sponsors y originadores que los activos que titulicen sigan las mismas reglas de control y gestión de crédito que para activos de igual naturaleza que tengan en su balance, preservando de este modo un tratamiento homogéneo y que se saque del balance activos de carácter similar y no de distinto riesgo. Se incluye, en esta línea, una obligación de verificar estos aspectos,

particularmente para activos que se hayan adquiridos de terceros, evitando traslaciones de riesgo sin contrastar o estructuras de titulización cuyo subyacente no sea evaluable o no se disponga de la información precisa para llevar a cabo la verificación del riesgo asumido o de los activos que se transforman. En suma, se quiere evitar operaciones constatadas durante la crisis donde se instrumentalizaron activos para ser titulizados, derivando riesgos no muy determinados a los inversores y al mercado, en general.

Entramos ya en el análisis del importante Capítulo 4 del Reglamento, que contiene la regulación de la nueva categoría STS, o «core titulización», por identificarla de alguna manera, pues responde a la pretensión de delimitar una especie que cumpla unos criterios que la identifique a nivel de mercado por guardar una mayor exigencia de transparencia, simplicidad y de riesgos legales muy delimitados, cara a ser la que prevalezca en gran medida en el ámbito de los mercados financieros y a la que se dirija la mayor parte de la inclinación inversora, particularmente de entidades sometidas a supervisión prudencial o inversores institucionales (5). En el inicio del presente Capítulo, se concreta el concepto de las STS cuando predica que se podrá usar por parte de los originadores, sponsors y vehículos de titulización la denominación «STS» cuando se refiera a una operación que reúna los requisitos que luego abordaremos en cuanto a transparencia, riesgos legales y requisitos y además sea objeto de inscripción y registro, bajo los auspicios de ESMA, y las partes involucradas estén establecidas en la Unión Europea.

En cuanto a las reglas sobre «simplicidad», se comienza predicando que las STS se asientan en una incorporación de activos por cualquier título legal, ya sea de adquisición o cesión, bajo el genérico de «true sale» o venta efectiva que no pueda ser rescindida o atacada por terceros o sea oponible frente a estos. Profundiza en este aspecto destacando que los títulos de cesión o adquisición no pueden estar condicionados por cláusulas «claw back» o rescisión que no blinden con carácter general la cesión en caso de insolvencia del cedente u originador. Como pautas de valoración en estos términos, incluye el hecho de conocer previamente tanto la situación de insolvencia como el que se establezca un período de rescisión previo a la insolvencia. También excluyen a las premisas legales la «true sale» en caso de cesión fraudulenta, fraude de otros acreedores o perjuicio injusto. En definitiva, construye el concepto de «true sale» con ciertas excepciones habituales en términos de las legislaciones de países miembros, incluidas la nuestra (6). Concluye sobre este particular que la «true sale» no se tiene que ver desvirtuada en caso de que haya cesiones intermedias. Por esta razón, también se dispone que el vendedor de activos a un vehículo de titulización debe efectuar manifestaciones y garantías respecto de los activos cedidos que preserven que los mismos no están sometidos a ninguna restricción o afecten a la venta efectiva de los mismos o afecten a su ejecución llegado el caso, además de sujetarse a claros criterios de elegibilidad que, en caso de incumplimiento, permitan su sustitución cara a mantener la esencia y operativa de la titulización. Se refuerza, de igual modo, el perímetro de riesgo de los activos cedidos sobre la base de requerir una homogeneidad entre los mismos, cualidad asentada sobre el tipo de riesgo o sus posibilidades de repago, y responsabilidad en caso de default, clarificando, de igual modo, la periodicidad de flujos y las expectativas de ellos por vía de ejecución de los activos cedidos.

También se concluye con sendas reglas que impiden retitulizaciones así como de posiciones de cesión de valores negociables, cuestión que en algunas jurisdicciones como en la nuestra necesitarán de obligada precisión dados los instrumentos que vehiculizan la titulización en nuestro esquema legal. A continuación, en la misma línea delimitadora de potenciales riesgos, se proclama que los activos cedidos deben ser parte de los generados en el curso ordinario de los negocios y no buscar la fórmula de generar «ad hoc» para movilizarlos y quitar del balance riesgos extraordinarios (7). Con carácter limitativo de riesgos, nos encontramos la premisa de que no se incluirán en esta categoría las posiciones o cesiones en default. Hasta aquí, por decirlo de algún modo, las premisas limitativas para delimitar una modalidad estándar de titulización simple o sin grandes riesgos.

El segundo elenco de preceptos para delimitar las STS tiene que ver con la denominada estandarización o premisas de armonización mínimas que se disponen para cualificar esta categoría. Así, comienza requiriendo que se cumpla la regla ya expuesta de «risk retention» (8), que es una premisa esencial para corresponsabilizar al cedente u originador con el resultado de la

operación (9) . De igual modo, se prescribe que, excepto el uso de derivados para cubrir riesgos financieros de la cartera, se prohíben la operativa en dichos productos, evitando posiciones especulativas u otras que alteren la esencia de la cartera. En esta línea, se insta a utilizar fijación de los pagos con arreglo a índices de mercado comunes y no que se salgan de lo estándar. De igual manera, se introducen reglas de alteración de la cascada de pagos o prelación de pagos que no atiendan a razones operativas o de preservar riesgos de estructura de la operativa del vehículo, sin menoscabo que se cambien las secuencias de pagos por razones de performance, o de la posibilidad de introducir cláusulas de amortización anticipada por deterioro de cartera, insolvencia de originador o pérdida de un valor de la cartera o la imposibilidad de recargar una cartera. Profundizando en las anteriores premisas, se exige de igual modo reglas claras sobre mitigación de riesgos operativos derivados de incumplimientos del «servicer», problemas de las contrapartidas en las mejoras crediticias o de liquidez, todo ello documentado de tal modo que se eviten riesgos para la estructura, y se garantice jurídicamente el cumplimiento de las premisas contractuales.

Finalmente, este apartado se refiere a los requisitos de transparencia para delimitar esta categoría, iniciándose con una regla que determina que sponsors y originadores deben poner de manifiesto datos de «track record» histórico sobre default y pérdidas de la cartera. A tal fin, dispone que dichos datos sean evaluados por un tercero externo con carácter previo a la emisión, así como que antes del «pricing» se ponga de manifiesto a los potenciales inversores las relaciones contractuales que aseguran o preservan los flujos de pagos, detallándose en cierto tipo de activos con un desglose que permita analizar los riesgos específicos de la cartera, como para casos de «cars loans» o de «residential loans».

Dichas reglas son adaptadas por la disposición a las ABCP para que también puedan alcanzar la caracterización de STS, siéndoles de aplicación las premisas antes indicadas con las necesarias adaptaciones a las particularidades propias de este tipo de operaciones. Mención particular requiere la regla que predetermina que sólo las entidades de crédito pueden ser sponsors de los ABCP, si bien deben cubrir los riesgos de liquidez y de riesgo de crédito de las exposiciones titulizadas. En cuanto a requisitos a nivel de programa, además de los generales antes expuestos, se adiciona el de que un tercero experto verificará el cumplimiento de los mismos, así como el de que el vencimiento ponderado no superará los dos años. En suma, replica, adaptándolos, los requisitos exigidos con carácter general.

El sistema de delimitación de las STS se completa con unas premisas de publicidad y general conocimiento a través del registro y la notificación de las mismas bajo el control y amparo de ESMA. Y ello, por cuanto se obliga a originadoras y sponsors a notificar de forma conjunta a ESMA y a la autoridad competente que la autorización cumple con los requisitos para cualificarla como STS, publicándose la comunicación en la *web* de la autoridad antes mencionada. A fin de cumplir estas premisas, se puede acudir a un tercero autorizado por la autoridad competente para verificar el cumplimiento de los requisitos aludidos.

Finalmente, el esquema normativo se complementa con un régimen de control y supervisión por parte de las autoridades que designen los Estados Miembros, y al que se refuerza con una obligación de introducir medidas sancionatorias y correctivas para preservar el cumplimiento del régimen con la necesaria cooperación transfronteriza.

Un último, e importante apunte de análisis, sobre el Reglamento tiene que ver con las previsiones contenidas en su Título III, que son de orden diverso, ya que responden a ciertas modificaciones en las normativas particulares de UCITS, EMIR, Solvencia II, AIFM y CRA, cuyo finalidad es cohesionarlas en sus contenidos con el nuevo marco regulatorio sobre titulización, con el fin de acomodarlo al funcionamiento del mercado y la búsqueda de un competencia armónica entre inversores institucionales que guarden correlación, evitando arbitrajes regulatorios y homogeneizando reglas sobre transparencia, uso de instrumentos financieros e inversiones en valores resultantes de operaciones de titulización, y también en relación a otras modalidades de «cover bonds». Asimismo, encontramos la normativa transitoria sobre régimen de las titulizaciones anteriores a la entrada en vigor de la norma, a la futura normativa sobre titulización sintética, y, finalmente, se fija en principio su entrada en vigor para el 1 de enero de 2019.



### III. Reforma de la normativa de solvencia y aspectos fundamentales de las propuestas de desarrollo de los Reglamentos de ESMA y EBA para completar el nuevo marco regulador

En primer término, y como ya reseñamos, conviene destacar los aspectos principales que aborda el Reglamento 2017/2401, por el que se modifica a su vez el Reglamento 575/2013, sobre requisitos prudenciales para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, Como se mencionó con anterioridad, una de las claves de la reforma es fomentar y auspiciar el desarrollo de un esquema armonizado y homologado de titulización, que se ha denominado STS. Este marco básico con su desarrollo comporta un tratamiento regulatorio que se quiere favorecer también desde la perspectiva de solvencia de las entidades sometidas a supervisión prudencial, reduciendo y matizando los costes de recursos propios y de solvencia fruto del tratamiento y control particularizado con la nueva normativa de titulización siempre guiado sobre el objetivo de procurar una mayor estabilidad financiera en los mercados y en el sistema crediticio en su conjunto. Por ello este Reglamento tiene un objetivo prioritario, como es el de solucionar las deficiencias que se hicieron patentes durante la crisis financiera, destacando las calificaciones internas, las ponderaciones desajustadas en función de diversos tramos de riesgos sin justificación alguna, así como una insuficiencia en el tratamiento al riesgo subyacente. Por ello, en la presente norma se tiene que tener también en cuenta los trabajos llevados a cabo en el Comité de Basilea que cristalizaron en una norma actualizada sobre el tratamiento de las exposiciones de titulización.

En la línea marcada, se propugna que todas las entidades deben utilizar los mismos métodos para calcular los requisitos de capital de las posiciones de titulización. Así, si están autorizadas las entidades para utilizar calificaciones internas deberán llevar a cabo sus propios cálculos de capital regulatorio. Y si no es el caso anterior, las entidades deben de poder disponer del método estándar para las titulizaciones de capital. Y, subsidiariamente se apelaría a las calificaciones externas (aquí es donde está el giro frente a la anterior predominancia de las agencias externas y la corrección que se pretende). En definitiva, buscan una mayor implicación interna de la entidad mediante normas que comporten un procedimiento más riguroso de análisis de las posiciones de titulización. Otra de las pretensiones de la norma es lograr un mayor reflejo de los riesgos de modelo y de agencia mediante el establecimiento de una ponderación mínima del 15 por 100 para todas las posiciones de titulización, si bien para las retitulizaciones, en principio, la norma se inclina por cautela introducir una regla del 100 por 100, mucho más conservadora por la naturaleza del riesgo.

Otro objetivo que busca la disposición es que no se aplique una ponderación de riesgo mayor que la que se aplicaría si mantuvieran directamente las exposiciones subyacentes, habida cuenta de la general concurrencia de mejoras crediticias. Por ello, se auspicia un enfoque transparente en virtud del cual se debe asignar a una posición de titulización preferente una ponderación de riesgo máxima igual a la ponderación de riesgo media ponderada por exposición aplicable a las exposiciones subyacentes. Y ello, con independencia de que la exposición esté calificada o no o del método que se utilice. También encontramos otro objetivo en la norma de que, con independencia del método que se utilice para calcular los requerimientos de capital, el tope global que se aplica a los importes máximos de las exposiciones ponderadas tiene que aplicarse, indistintamente, el método de cálculo que utilice la entidad. De otro lado, a la luz del análisis detallado de las operaciones que reúnen requisitos STS, la norma determina una ponderación de riesgos mínima menor al 10 por 100 para las posiciones preferentes, al conllevar menos riesgos operativos, de agencia y de crédito. En suma, y, a grandes rasgos, estos son los principales aspectos que comporta la reforma publicada del Reglamento 575 para dar cabida al nuevo tratamiento de riesgo para las titulizaciones que reúnan las características de STS.

Si nos adentramos ya en las propuestas de desarrollo normativo a un nivel más técnico, y, comenzando por las que provienen de ESMA, nos encontramos, como ya tuvimos ocasión de destacar, la relativa a los contenidos y reglas sobre la notificación de STS a las autoridades competentes. Aquí, teniendo en cuenta las premisas del artículo 27, del Reglamento en conexión con las premisas de los artículos 19 a 22 para las titulizaciones no ACBP, y las de estas titulizaciones contenidas en los artículos 23 a 26, se determina el régimen de la notificación de las

titulizaciones que reúnen los requisitos de STS a ESMA. Se precisan, de este modo, por un lado, la información a proporcionar, y, por otro, el modelo que debe adoptar dicha notificación incluyendo la información necesaria. Aquí hay que señalar que, por lo que concierne a titulizaciones privadas, esto es, aquellas que no van dirigidas al público en general, se introduce un régimen de excepciones que limitan la información a proporcionar al regulador en la notificación. Profundizando en esa línea, en la propuesta de norma se distingue entre información general para identificar la operación, y una más de índole particular para validar que se cumplen con los requisitos de ser STS. Aquí también se introducen matices sobre publicidad limitada de ciertos aspectos comerciales que puedan afectar a la posición competitiva en el mercado de la entidad que tituliza, adaptándola también a las titulizaciones privadas. Asimismo, por lo que concierne a la información que verifica que una titulación cumple con los criterios para ser considerada STS, se dispone un esquema de transparencia que permita a los inversores hacer el juicio de valor sobre el cumplimiento de requisitos. En este marco, la norma pretende distinguir entre información « self-explanatory/straightforward» y que no necesita una mayor delimitación, de otro tipo de información que denomina « concise explanation», por concurrir una necesidad de explicación mayor al ser un elemento importante para desgranar algún aspecto de la operación; y, finalmente, la que denomina « detailed explanation», para concretar algún criterio particular aún más como elemento identificativo particular de ese caso o por afectar a criterios de identificación o cumplimiento esenciales para ser considerada STS. También en esta línea, a efectos de completar la información en los casos de existencia de un folleto informativo de la operación, la norma opta por apelar a la técnica de la «cross reference» para completar la visión detallada de los elementos de la transacción. Incluso si no hay un suficiente detalle de la información requerida o particular, se puede llegar a obligar a referir a los documentos regulatorios o contractuales donde quede más especificada alguna cuestión de la operación.

De suma importancia en el esquema normativo es la norma de ESMA que desarrolla los estándares técnicos en materia de transparencia, operativos y de condiciones de acceso, que se fijan en la segunda propuesta comentada de ESMA y que abordan la médula de los requisitos de todo orden para garantizar y avalar que nos encontramos ante operaciones STS. Por lo que concierne a los requisitos de información y transparencia, la propuesta normativa se orienta a definir los aspectos que se deben contener en la información a proporcionar a los inversores sobre los elementos básicos de la operación, así como de la calidad crediticia de los activos titulizados, y, en definitiva, del riesgo que se procesa en una operación de esta índole y que transformado se vende al mercado. Esta información debe ser proporcionada por los actores implicados en la operación ( sponsors, originadores, o vehículos), y tiene que ofrecer cara al proceso de «due diligence» de los inversores una imagen fiel de los activos implicados, de su «cash flow», de la estructura de prelación de créditos, de su riesgo legal, con un nivel de detalle que esté en función de los elementos materiales y que concurren en los activos que se titulan, y de todos los elementos de índole diversa que cualifican la operación. Aquí la norma pretende definir un grado de detalle considerable sobre diversos criterios de performance de los créditos titulizados atendiendo a criterios de todo tipo, y no sólo los financieros.

Por último, y, en lo que a ESMA se refiere, nos encontramos con la norma que establecerá los requisitos técnicos para que terceros regulados puedan prestar servicios de verificación del cumplimiento de los requisitos que determinen cuándo nos encontramos con una titulación STS. Así, lo que se pretende es determinar las normas que permitirán a las autoridades competentes autorizar a entidades que presten los servicios antes señalados en el marco de las operaciones STS. Aquí debemos precisar que el uso de estos servicios, como se define en el Reglamento, no es obligatorio, sino una posibilidad que brinda la norma. En este sentido se fijan los criterios a proporcionar en el procedimiento de autorización relativos a política de fees, independencia de los actores de las operaciones, «corporate governance», prevención de conflictos de interés, y gestión de procesos internos para llevar a cabo la prestación de servicios. En este trabajo, se han seguido pautas semejantes a las que han marcado la regulación de las agencias de rating, y con una filosofía de armonizar los requisitos esenciales, dejando un cierto margen a la concreción de criterios por parte de las autoridades competentes. Lo que pretende la norma en materia de política de «fees» es evitar discriminaciones por servicios injustificadas, exigiendo una concreción

en función del tipo de servicios más concretos prestados, evitando arbitrariedades. En cuanto al control de independencia, se limita la pertenencia a entidades reguladas que puedan suponer conflictos de interés, de tal modo que se bloquea la prestación de servicios a entidades implicadas en los procesos de titulización, evitándose cualquier tipo de injerencia o intromisión que pueda desnaturalizar el servicio prestado de modo autónomo e independiente. Estas pautas se completan con reglas sobre adecuación de management y de efectivos operativos para asegurar una correcta prestación del servicio habida cuenta de la experiencia y medios necesarios para llevar a cabo la validación y el cumplimiento de los requisitos de una titulización STS y lo que esto comporta cara al mercado y los inversores. Por ello se completa con unos requisitos de establecer una clara política de limitación de conflictos de interés y de salvaguardia de la información, obligando a una detallada información sobre el cumplimiento y la existencia de medios para asegurar la prestación de servicios.

Una vez destacadas las grandes líneas de parte de los desarrollos normativos que va a llevar a cabo ESMA, pasamos ahora a destacar las principales líneas de los que está preparando la EBA, tal y como mencionamos con anterioridad. Así, la primera es la concerniente a los requisitos que deben cumplir los originadores, sponsors y «original lenders» en materia de retención de riesgos, con arreglo a las premisas del artículo 6.7 del Reglamento. La norma tiene una pretensión de establecer los grandes detalles de los requerimientos de retención de riesgo, los niveles a reunir y la prohibición de venta o «hedging» y el tratamiento en base consolidada. Este desarrollo tiene que estar en línea con algunas decisiones técnicas de la Comisión ya incorporadas al ordenamiento comunitario en desarrollo del Reglamento 575. Sobre este particular, un primer bloque de normas auspicia el tratamiento proporcional de la retención del riesgo entre las partes involucradas evitando arbitrajes o tratamiento desigual entre los mencionados. En igual sentido, cuando son varios los «original lenders involucrados, si bien se admiten excepciones para el caso de que uno de los participantes sea el mayor titular de riesgo en una ACBP. Introduce también la norma el tratamiento de la retención para los casos de tramos de titulización en una sola operación a fin de evitar dispersión en la ponderación o para aquellos casos en que en una operación ACBP se asegure en mayor medida la liquidez por parte de uno de los participantes. También incorpora reglas para el tratamiento de la retención en función de los tramos de primera pérdida, a efectos de establecer un nivel de retención acorde con la realidad de quien soporta el riesgo de crédito en primer término. Por último destacar un conjunto de reglas en materia de créditos transferidos al vehículo que tengan un riesgo crediticio distinto al cedido y que compartan naturaleza del factor de riesgo, evitando de este modo una desnaturalización del objetivo pretendido con esta regla.

Finalmente, en sede de proyectos normativos de EBA, resta por comentar el relativo a las reglas de homogeneidad de riesgos en las exposiciones de titulización transferidas. Esta norma por la experiencia en el diseño normativo tiene un notable interés pues tiene que ver con la estructuración y diseño de operaciones en función del riesgo potencialmente transferido a un vehículo y la identidad única o múltiple del mismo en función de los activos cedidos o afectados por la operación. Para afrontar este tipo de riesgos, y tomando como referencia la premisa de los artículos 20.14 y 24.21 del Reglamento, que buscan en esta premisa una concreción esencial para el carácter de simplicidad del esquema de titulización, se establece un bloque normativo que delimite este esencial riesgo para el conjunto del sistema. Se pretende coadyuvar a que los inversores puedan validar la naturaleza del riesgo transmitido cara al proceso de «due diligence» de la operación y del subyacente y su «performance». Para ello las premisas de análisis son los riesgos operativos, de factores de riesgo de crédito, de riesgo operacional y los criterios de selección de activos. Así se destaca que deben delimitarse las cualidades de los activos y sus perfiles de «cash flows», que también en grado similar se mide desde la perspectiva del «underwriting». A renglón seguido, se da una importancia al sistema de gestión operativo de monitorización y seguimiento a todos los niveles de la vida crediticia de los activos. En igual sentido, se propicia una pretensión de categoría de activos con identidad de riesgos y no mixtos que puedan desnaturalizar el análisis de riesgo y del resto de factores. Finalmente, se profundiza en la declaración de que los factores de riesgo de los activos habituales en este tipo de transacciones sean semejantes o guarden una profunda identidad.

En definitiva, cara a la entrada en vigor el 1 de enero de 2019, el proceso no ha hecho más que

iniciarse, pues el adelanto de análisis de las normas iniciales sometidas a consulta pública para el desarrollo de los dos Reglamentos y, especialmente, el de titulización, ya que según informaciones procedentes de ESMA y EBA se está trabajando en un conjunto importante de desarrollos adicionales que en breve verán la luz.

#### **IV. Incidencia de la reforma normativa comunitaria en la legislación española**

Como se recordará, el marco normativo español sobre las diversas modalidades de titulización se fue completando durante los años 90 del siglo pasado, y ya en el nuevo siglo se añadieron algunas cuestiones en lo concerniente a titulización sintética y ciertas particularidades más en el ámbito de la titulización hipotecaria (10). Fue un modelo que vino a completar el marco de legislación de financiación hipotecaria, básicamente, por cuanto permitía refinanciar la cartera hipotecaria de las entidades financieras, y, posteriormente, se extendió a otras modalidades de activos crediticios para, de igual modo, servir de instrumento alternativo de apoyo a la financiación corporativa empresarial, fomentando la desintermediación financiera y la posibilidad de disponer de alternativas de financiación complementarias a la bancaria. Es un modelo legal que pivotó, básicamente, sobre un esquema jurídico de corte fiduciario, pues la figura clave son los «Fondos de Titulización», ya fueren de índole hipotecaria como de otros tipos de activos, antes que estaban gestionados por una nueva modalidad de Sociedades Gestoras sometidas al control y a la supervisión de la CNMV, amparando la transformación de créditos o riesgos en valores cuyo repago se asentaba en los flujos dimanantes de dichos activos cedidos, sin menoscabo de una potencial financiación bancaria. Asimismo, guardaban también un componente de emisiones públicas y privadas de valores, por cuanto su constitución y autorización mantenía una estrecha similitud con dicho régimen, y, en el aspecto legal, destacaba la protección a la cesión de dichos activos a los Fondos bajo la idea anglosajona de «true sale» o venta protegida de cualquier acción de reintegración concursal, ya que se blindaban jurídicamente las ventas o cesiones de activos a los Fondos, aislando el riesgo jurídicamente, e impidiendo, la implicación del cedente o su garantía en el buen fin de la operación. Curiosamente, estos precedentes con algún matiz se pueden considerar como un germen de lo que ha consagrado la normativa comunitaria como modelo estandarizado o STS, salvo por el requisito de retención de riesgo, que ha sido un elemento que se ha introducido con posterioridad fruto de las reformas de la normativa de solvencia bancaria en concreto. La valoración cuantitativa de dicho marco legal cabe realizarla de modo tremendamente positivo a la luz de las emisiones llevadas a cabo sometidas a dicho régimen jurídico, tomando en cuenta que muchos emisores españoles ya apelaron a otras jurisdicciones para llevar a cabo por razones de mercado y supuesta flexibilidad legal, puesto que nuestro país se colocó en el segundo mercado por volumen de emisiones, y, lo que es más importante, supuso un estímulo a la financiación crediticia de toda índole sin ninguna operación perjudicada, a diferencia de lo que ocurrió en mercados con esquemas legales de titulización supuestamente más seguros o flexibles, con lo cual la experiencia, como remarcábamos, cabe concluir que fue más que exitosa (11).

Pero el citado modelo ha sido reformado, completado y actualizado en el contexto internacional en el año 2015, con ocasión de la aprobación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de financiación empresarial. Esta disposición tiene su fundamento en la vocación y objetivo del Gobierno de mejorar la financiación de la empresa española a la luz de la situación que se genera con posterioridad a la crisis económica y a las lecciones que sobre esta materia se han obtenido de la misma, y, particularmente, en el necesario camino de incrementar el peso de los mercados de capitales en la financiación de la empresa española, profundizando en el proceso de desintermediación en nuestro sistema financiero, máxime ante la presión que va a ejercer la nueva orientación normativa sobre solvencia de las entidades de crédito, y la aparición de nuevos sujetos en los mercados que pueden ayudar al logro de dicho objetivo vía mercados de renta fija. En esa línea, y a la luz de la experiencia reseñada con anterioridad de lo que ha representado la titulización en nuestro sistema financiero en los últimos 25 años, el Gobierno español impulsó una reforma del marco normativo de este instrumento financiero para impulsar su utilización en pos de mejorar la financiación de nuestras empresas. Combina, no obstante, tres metas con la nueva

previsión normativa: de un lado, una de intentar compilar en un único texto normativo las reglas anteriormente dispersas fruto del íter procedimental seguido. En segundo lugar, se persigue adaptar el marco legal a las tendencias imperantes y, con toda lógica, a lo que se aventuraba ya en los inicios de los trabajos de la regulación comunitaria; finalmente, la de incrementar la protección del inversor y la transparencia y control de estas operaciones, mejorando el régimen de las sociedades gestoras como contribuyentes esenciales a tales fines (12) .

De una manera muy concisa, pero necesaria a los efectos de nuestro análisis, vamos a destacar las principales líneas temáticas de la regulación de la Titulización en el Título III de la citada Ley 5/2015, que se contienen en los cuatro Capítulos que integran aquél, y que se refieren, por este orden: el primero, sobre los « Fondos de Titulización»; el segundo, que aborda a las Sociedades Gestoras; el tercero, relativo al ámbito de la transparencia y la Junta de Acreedores; y, por último el cuarto, sobre el régimen de supervisión y sanción (13) .

El Capítulo I introduce como novedad la categoría de los Fondos de Titulización, que agrupan a las antiguas modalidades de Fondos de Titulización de Activos y de Titulización Hipotecaria, que respondía más a una secuencia histórica regulatoria, dando carta de naturaleza a los Fondos con Compartimentos, que se habían desarrollado en un momento pasado determinado, y merecía su contemplación normativa para precisar un mínimo estatuto para delimitar las particularidades de los mismos. La norma española mantiene el precedente de definir la operación de titulización sobre la pauta de reglar el activo (derechos de crédito en un sentido amplio), y el pasivo (valores de renta fija y créditos de terceros). En todo caso mantiene el carácter de patrimonio fiduciario sin personalidad jurídica que para actuar necesita de la representación de la Sociedad Gestora que es quien gestiona dicho patrimonio. Una novedad que se incluye es la concerniente a la constitución del activo, pues admite no solo la adquisición de activos vía cesión, sino también la suscripción en mercados primarios o cualquier otro modo admitido en derecho, dando respaldo a las situaciones diversas de entrada de activos de modo directo o indirecto en el patrimonio del Fondo.

Importancia también merece la regla del «true sale» o protección de la cesión de activos al Fondo mediante el reconocimiento de una regla especial de limitación de la rescisión concursal para supuestos de fraude de acreedores o situaciones excepcionales, en tanto se arrastra el régimen especial concursal predicado de las cesiones vía participaciones hipotecarias, que gozan como decíamos de un derecho de separación o de limitación de la reintegración concursal para dar respaldo a la cesión plena al Fondo de los activos que integran su patrimonio. Se mantiene en la cesión, igualmente, la regla de exigir un mínimo de actividad en tanto representativa del riesgo cedido del cedente que transmite al Fondo, como mecanismo de salvaguarda también con excepciones. Si bien aquí, como en lo predicado para los denominados Fondos Privados que luego indicaremos, rigen más controles para casos de Fondos Públicos o con valores negociados en mercados, manteniendo el distinguo según se haga partícipe al mercado o no y a los inversores institucionales de la contraparte de los Fondos como emisores de valores de renta fija. Estos temas luego veremos que tienen su transcendencia a la hora de comparar con los términos de la Propuesta de Reglamento. Se profundiza en la transparencia de la cesión señalando un conjunto de pautas particulares sobre información periódica y concreta sobre el tipo de activos y, en suma, el tipo de riesgo financiero asumido por los inversores que representan la demanda de pasivos del Fondo.

En lo que atiende al régimen del pasivo, sobre la pauta de admitir valores y créditos de terceros como integrantes de aquél, se da la posibilidad de que dichos valores se negocien en mercados regulados o en sistemas multilaterales, recogiendo, a título de mínimos, las posibilidades de estructura en tramos y la prelación en los mismos, sin ánimo omnicompreensivo, pues se da mucha oportunidad al juego de la autonomía de la voluntad de las partes para estructurar las operaciones, como así se viene demostrando en la práctica común de mercados y en la historia de las operaciones llevadas a cabo. Ahora bien, una regla esencial es el equilibrio patrimonial del Fondo y la coherencia del pasivo con el activo sin menoscabo de las operaciones financieras para garantizar los flujos y otras mejoras crediticias típicas de las operaciones de titulización en mercado. De ahí que se admitan permutas financieras para neutralizar riesgos financieros y otros mecanismos u operaciones que aseguren el riesgo financiero sin limitación. De igual modo, se ampara, en línea con algunos reclamos provenientes de los operadores del mercado, que los

Fondos concedan garantías a favor de pasivos emitidos por terceros, abriendo paso a estructuras más evolucionadas para completar el patrimonio de los Fondos, y en estrecha conexión con la denominada «gestión activa» de ellos. También se mantiene una mínima regulación de la titulización sintética, previendo unos activos de esta modalidad acordes con las particularidades; esto es, activos de renta fija y depósitos, repos, y que pueden ser objeto de pignoración como suele darse en la operativa, si bien deriva a desarrollo posterior la delimitación del marco legal. Solo señalar que se han registrado un número muy limitado de estas operaciones en los registros de la CNMV, convirtiéndose en un régimen más convencional con aprobación del supervisor que otra cosa.

Las modalidades o estructuras de los Fondos de Titulización siguen siendo la de «abiertos» por activo y pasivo y cerrados, disponiendo para estos últimos, reglas que posibilitan la sustitución de activos en casos de amortización anticipada de activos o subsanación de vicios ocultos, que no garantiza de potenciales defaults, o incluso se admiten activos de calidad crediticia suficiente para mantener el riesgo crediticio de modo temporal. En los Fondos abiertos, se ha dispuesto la posibilidad de efectuar una «gestión activa» del patrimonio del Fondo, consistente en modificar activos o adquirir nuevos para intentar mantener el riesgo de crédito y la estabilidad financiera de los fondos, si bien debe ser objeto de una descripción minuciosa en el Folleto del Fondo y en la Escritura de Constitución.

En función de que sean Fondos públicos o cerrados, los primeros requieren de folleto y escritura de constitución a verificar por la CNMV, mientras que los cerrados solo requieren registro en la CNMV y limitación a la adquisición de los valores por inversores institucionales. Este matiz, como luego veremos da juego para la consideración o no de STS de las dos modalidades de titulización señaladas.

El Capítulo II contiene las reglas sobre el régimen de las Sociedades Gestoras, desde su constitución, su funcionamiento, su actuación y su organización. Son entidades supervisadas por la CNMV y tienen objeto exclusivo, si bien se les ha ampliado para poder gestionar vehículos extranjeros. No nos detenemos más pues, a los fines presentes, no hay una regulación específica a nivel de Propuesta de Reglamento ya que no entra a abordar este aspecto, sin menoscabo que van a ser las Sociedades Gestoras dado el esquema fiduciario quienes se responsabilicen de cumplir con las obligaciones y marco legal de las titulizaciones europeas.

El Capítulo III tiene transcendencia en su primer bloque de normas, por cuanto se refiere al «Régimen de transparencia de los Fondos de Titulización». En primer término, les obligan a las Gestoras a publicar en su *web* toda la documentación concerniente a los patrimonios que gestionan como medio de información al mercado y a los inversores en tanto que no dejan de ser unos emisores de valores que se negocian en el ámbito de los mercados o fuera de ellos, pero con presencia de inversores institucionales interesados al igual que los supervisores en que se cumpla esta obligación de información permanente y concreta sobre las operaciones de estudio. Dispone dos tipos de informes: uno anual y los de carácter trimestral. El primero, contiene información sobre las cuentas anuales auditadas, la relación de activos cedidos, de los pasivos existentes, operaciones de derivados, un informe sobre el cumplimiento de las reglas de funcionamiento y cualquier otra que resulte de relevancia para el mercado. El trimestral integra periódicamente la misma información, pero constreñida a todos los elementos menos las cuentas anuales lógicamente. De igual modo, en tanto emisores de valores singulares se les exige cumplir las disposiciones sobre hechos relevantes para Fondos públicos. Interesante también la novedad de introducir la «Junta de Acreedores», a similitud de un sindicato de obligacionistas en tanto órgano facultativo que representa a los inversores del Fondo en su relación con la Sociedad Gestora y a quien habrá que convocar para modificar y tomar decisiones relacionadas con ciertas operaciones o cambios en la estructura y funcionamiento del patrimonio.

Concluye la normativa con el Capítulo IV, referente al «Régimen de supervisión y sanción», que tiene especial interés para comparar con las prescripciones que sobre el particular contiene la Propuesta de Reglamento. Con carácter general, como ya hemos mencionado, la supervisión de los fondos y de las Sociedades Gestoras corresponde a la CNMV, así como de las entidades que cedan activos. Curiosamente, en el artículo 38.1 las atribuciones al supervisor también vienen referidas al cumplimiento de las normas dimanantes del Derecho de la Unión Europea. No obstante, como

régimen supletorio en la materia se especifica el concerniente a la legislación de instituciones de inversión colectiva. En esta línea se delimita el régimen sancionador con la correspondiente y habitual delimitación de infracciones muy graves, graves y leves, y el de sanciones, que también se somete a lo previsto en el citado régimen especial de dicha modalidad de inversores institucionales.

Hasta aquí una somera descripción de las líneas principales del nuevo régimen de la titulización de activos que ha representado las premisas de la Ley 5/2015, que, en alguna medida, tienen en mente, pues ya se habían iniciado los trabajos preparatorios de la normativa comunitaria, si bien el legislador español consideró que el momento obligaba a marcar pautas normativas que dieran cumplimiento al compromiso de fomentar y potenciar mecanismos de desintermediación bancaria para obtener fuentes alternativas de financiación para el sistema productivo en su conjunto. Por ello, nos corresponde ahora como aspecto esencial de análisis, ver las consecuencias del nuevo marco comunitario sobre la normativa interna, y, más en particular, el posible esquema legal de adaptación a la luz de las novedades y obligaciones que se introducen en la materia, si bien hay que tener en cuenta que lidiamos con un Reglamento que despliega efectos directos sobre los ordenamientos de los Estados miembros de la Unión.

Como ya hemos apuntado hace unas páginas, el legislador español cuando adopta y promulga la analizada Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial, en alguna medida dio prioridad a los objetivos de carácter interno de impulsar la titulización como uno de los instrumentos esenciales para favorecer e impulsar la financiación empresarial no bancaria, frente a la espera más prolongada del futuro marco comunitario, si bien tanto el marco y la experiencia precedente estaba muy en línea con los fundamentos y principios que ya se atisbaban del marco comunitario en gestación. Además, no podemos olvidar que en este contexto pesaban sobremanera los compromisos del Memorando de Entendimiento con las instancias comunitarias y las del FMI para introducir reformas en el sistema financiero español para hacer frente a problemas detectados durante la crisis financiera, y, muy en particular, la necesidad de fomento de medidas de desintermediación financiera y de búsqueda de alternativas para financiar a la empresa por medios diferentes a la tradicional financiación bancaria. Como ha apuntado el supervisor español (14), el horizonte de 2019 opera como límite para la adaptación en aquellos aspectos que sean necesarios, y, teniendo muy en mente los desarrollos comunitarios a nivel técnico que ya están en discusión, lo cual supone una reflexión y decisión sobre cómo abordar desde la perspectiva interna la readaptación del marco legal español para su cohabitación y complementariedad recíproca, ya que nuestro modelo está asentado y discurre por similar senda al de la Propuesta de Reglamento. Como insinuábamos, la aplicación restrictiva de nuestra norma vigente por el supervisor derivó a pesar muchas veces de la crítica que se la efectuaba de restrictiva en adelantarse en la línea normativa que ahora ratifica y auspicia el futuro marco comunitario.

Al igual que ha sucedido ya con la normativa de folletos informativos de emisiones, que también comprendía a los de titulización, la no necesidad de desarrollo por los Estados Miembros determina una reflexión inicial de ver el encaje material y formal para definir el marco normativo español que no se ve afectado por la norma futura y cómo se adapta, en su caso, el modelo en su conjunto. Lo cual abunda en todo caso en reformar el marco contemplado en la Ley 5/2015 como ya se ha hecho en precedentes con Reglamentos comunitarios en materia de folleto informativo.

Desde un punto de vista material, el Reglamento entra directamente en vigor y predefine un marco determinado, junto con las otras normas referidas con anterioridad que en paralelo se están desarrollando a tal fin para completar el universo de la titulización a nivel europeo, y, especialmente, por los efectos que tendrán para entidades sometidas a supervisión prudencial. Asimismo, hay que llamar la atención que no aborda la titulización sintética, por destacar la más precisa y que queda referida para un momento posterior, y, de igual modo, a nuestro entender no agota el universo regulatorio de todas las posibilidades de titulización de activos, por cuanto la realidad normativa supera los umbrales del ámbito de la disposición de la Unión Europea.

La idea expresada tiene a nuestro juicio el efecto de que el bloque normativo de la Ley 5/2015, no queda derogado ni suplantado por el Reglamento, que pasará a ser directamente aplicable en las titulizaciones y en las obligaciones y premisas complementarias establecidas en la disposición, pero que no agota todas las posibilidades operativas que se advierten en los mercados. El bloque

vigente pasa a estar completado y matizado por cuanto, de una parte, solo si cumplen las premisas del Reglamento y su desarrollo, podrá obtenerse la categoría de titulización STS, y, por otro lado, todas las titulizaciones y sujetos afectados, en los términos del Reglamento, que es donde quedan definidos los ámbitos subjetivos y materiales de la disposición. Por estos motivos, una opción del legislador interno puede ser la de, sin menoscabo del efecto directo, y de no regular por el momento la titulización sintética, extender los requisitos generales o posibilitar que la CNMV los pueda exigir a titulizaciones que, no ajustándose a la definición contenida en el Reglamento en su artículo 2, si las circunstancias de mercado o de riesgo financiero lo reclamasen o se considere pertinente. Estamos pensando en titulizaciones privadas dirigidas a sujetos no afectados por la disposición comunitaria, o, también, en casos que, siendo públicas, pues sus bonos se negociaran en mercado, fuesen dirigidas a sujetos no afectados, típicos de banca en la sombra. Por tanto, nos hallamos ante un marco no armonizado de modo directo y que el legislador interno puede valorar como incorporarlo para extenderlo a los supuestos no comprendidos en la norma y que sí tendrían cabida en la Ley 5/2015.

En línea con lo anterior, las restricciones de venta a minoristas y sus excepciones puede ser una de las premisas que se pueden valorar para hacerlas extensivas en la Ley 5/2015, en línea en algún modo con lo que está contemplado para los Fondos Privados del artículo 22.4 de aquélla. Otro ejemplo es el relativo a los SPPE y su ubicación cuando se limitan las posibilidades en el artículo 4 del Reglamento si lo ponemos en conexión con el artículo 25 de la Ley 5/2015, que no introduce limitación alguna al respecto, en materia de gestión de vehículos de titulización extranjeros.

Sobre la base del planteamiento de análisis, y con las particularidades que resulten del régimen general y de las STS, que se ajustarán al régimen de directa aplicación del Reglamento, lo que no nos cabe duda es de que el régimen de los Fondos de Titulización contemplados en el Capítulo I de la Ley 5/2015, artículos 15 a 24, excepto el 19 relativo a la titulización sintética, se mantendrán vigentes excepción hecha de las premisas que deban reunir para ser STS y aquellas otras derivadas del Régimen general del Reglamento, pero el esquema legal, con las matizaciones señaladas puede mantenerse en vigor, máxime, como destacábamos, porque puede haber titulizaciones que no se ajusten al marco comunitario y no se ven afectadas por él. Por tanto, con ciertas limitaciones de activos a incorporar, la estructura de pasivo, las modalidades abiertas o cerradas, que darían también cobertura general a los ACBP del texto comunitario, así como los requisitos de constitución en principio no se verán afectados, sin menoscabo de las particularidades que deban contener o precisar para cumplir con la consideración como STS, y no incumplir limitaciones comunitarias en aquellos casos que la las disposiciones aplicables a todas las titulizaciones que entren en el concepto del artículo 2 del Reglamento.

Si nos adentramos en las premisas del Capítulo 2 del Reglamento y sus efectos, como indicábamos, se aplica a operaciones y sujetos en los términos del artículo 2 del mismo, que no alcanzan a todas las modalidades de titulización ni a todos los sujetos que pueden estar implicados, por cuanto por ejemplo pueden concurrir en las operaciones sujetos demandantes que no están sometidos a ningún tipo de control o supervisión, sin menoscabo de que puedan introducir riesgos financieros en los mercados. Aquí es donde puede jugar la opción del legislador interno de extender o posibilitar que la CNMV lo extienda en operaciones concretas las provisiones de los artículos 5, 6 y 7 del Capítulo II a operaciones que ampare nuestro marco de la Ley 5/2015, si se entiende necesario. Si analizamos el artículo 5, sólo se refiere al requisito de «due diligence» previo a la inversión en posiciones de titulización según la definición del artículo 2 del Reglamento, que no cubre todas las posibilidades de la definición o realidad operativa de los inversores institucionales. Ahora bien, las premisas de este Capítulo II van a resultar aplicables a las titulizaciones de la Ley 5/2015 que cumplan el ser STS, o, no siéndolo, estén afectadas por las premisas generales del Reglamento, y, por tanto, de las que las Sociedades Gestoras tendrán que velar por su cumplimiento.

Si nos adentramos en las premisas del artículo 7 del Reglamento, en lo concerniente a los requisitos de información, transparencia para originadores, sponsors y SSPE se advierte que habrá que adaptar ciertas premisas de las obligaciones de las Sociedades Gestoras, de las reglas sobre activos y pasivos de los Fondos de Titulización, así como de las obligaciones de transparencia



contenidas en el Capítulo III de la Ley 5/2015, si bien podemos avanzar que buena parte de ciertas premisas novedosas del Reglamento ya se incorporan de modo habitual en las operaciones de titulización de nuestro mercado con arreglo a los contenidos de los folletos informativos y de las escrituras de constitución, así como de las derivadas del tratamiento de emisores de valores.

En relación con la regulación y creación de los registros de titulización para mantener actualizadas las informaciones sobre las operaciones de titulización y sus particularidades, se crea la figura de los registros supervisados y dependientes de ESMA, como sujetos que preservan y actualizan la transparencia e información al mercado por cuenta del supervisor. En esta línea habrá que ver qué juego se da en la materia a las Sociedades Gestoras y a la propia CNMV en su relación con las funciones que actualmente se predicen de ambas, lo cual comportará una acomodación a las nuevas premisas que surjan en la materia y a las obligaciones contempladas al respecto en la Ley 5/2015.

Por lo que se refiere al artículo 16, que aborda el tema de las denominadas «resecuritizaciones», se admiten por vía de excepción, y siempre que respondan a lo que se denomina fin legítimo y así lo validen los supervisores. En lo que se refiere al universo no afectado por el Reglamento, quizás la norma española o mantiene su silencio, o bien deriva, como se hace ahora a las facultades de control y supervisión de la CNMV. Finaliza este Capítulo con un artículo, el 17, relativo a los criterios de gestión y supervisión de riesgo de crédito dimanante de los activos titulizados, a los efectos de que la transformación del riesgo operada por el proceso no reduzca la transparencia o pierda el rigor del control del riesgo subyacente. Es una regla general que en la operativa española y con la norma de folletos y su contenido en alguna medida ya está en práctica, y en principio pueda reflejarse explícitamente para las operaciones no sujetas al Reglamento y que tienen cabida en nuestro ordenamiento.

El Capítulo IV dedicado como hemos señalado en exclusiva a las operaciones STS, que como se encarga de precisar el artículo 18 del Reglamento solo se predicen cuando el originador, el sponsor o el vehículo están establecidos en la Unión Europea, curioso elemento que puede tener un efecto tremendo para los Fondos que quisieran registrarse en el Reino Unido o los de terceras jurisdicciones, si bien es cierto que en el primer caso suelen registrarse en Irlanda, aunque normalmente se someten al derecho inglés, cosa que puede en alguna medida generar algunas consideraciones limitativas fruto del Brexit para fondos que se sujetaran al derecho inglés o a derechos de terceros Estados no miembros de la Unión Europea. Tema este que merecerá un análisis fuera de este contexto, pero que quizás represente un cambio por motivos regulatorios del sometimiento al derecho inglés en tanto país que en 2019 pasa a ser tercero ajeno a la Unión.

Por lo concerniente a los requisitos de simplicidad del artículo 20 del Reglamento, creemos que las premisas concursales de derecho interno, que no están armonizadas, hacen que nuestro tratamiento concursal cumpla las reglas de true sale al particular, puesto que no se pueden conceptualizar como «severe clawback provisions». Llamativos pueden ser los efectos de los requerimientos de homogeneidad de activos y de evitar gestión activa. Lo decimos pues dos de las novedades que se introdujeron en la Ley 5/2015 fueron la de permitir la gestión activa, y la de no exigir la homogeneidad de los activos, con lo cual curiosamente las STS suponen un marco o panorama normativo más restrictivo que el de la norma española. También tenemos que llamar la atención de que se impiden las resecuritizaciones y las titulizaciones con valores negociables, tema que conviene matizar para que no se impidan por ejemplo titulizaciones con cédulas hipotecarias u otros valores similares que en el pasado han estado amparadas con nuestra normativa interna. De igual forma, se impiden las titulizaciones de créditos perjudicados, las cuales no se desdeñan en nuestro ordenamiento e incluso fueron objeto de regulación específica, y, a mayor abundamiento, constituyen los activos de un FAB, en tanto instrumentos fiduciarios que se implementaron como medidas de resolución.

El requisito del artículo 21 del «risk retention» se viene ya aplicando de hecho en la operativa de mercado para entidades de crédito, y será una de las valoraciones a efectuar por el legislador interno si lo quiere extender a todas las titulizaciones amparadas por la norma española y que no son ni STS ni cumplen con las premisas generales de titulización. Sobre este particular, las premisas sobre derivados, reglas sobre «enforcement» o liquidaciones, amortizaciones anticipadas y las reglas sobre prelación de pagos y otras en casos de default o liquidación se vienen ya

exigiendo en las operaciones de derecho español al amparo del marco vigente, con lo cual salvo adaptaciones de orden operativo y de cumplimiento del marco general solo pudiera dejarse en manos del regulador español el querer extenderlo a las titulaciones no sujetas al ámbito del Reglamento.

Por último, en este apartado de las STS queríamos llamar la atención del tema de la notificación del cumplimiento del concepto y categoría de STS, ya que se efectuará a ESMA, sin menoscabo de que se realice también a las autoridades competentes en los términos del Reglamento, que no solo comprende a CNMV sino a supervisores de los entes institucionales. Aquí la norma abre paso a que haya terceros autorizados para que efectúen la confirmación del carácter STS de una titulación, pero esto no releva a los obligados a efectuar las actuaciones y comprobaciones para verificar el carácter mencionado. Aquí quizás se abre una reflexión sobre las posibilidades que la CNMV hubiera podido jugar al respecto con ocasión de la verificación de los folletos, pero no parece que el Reglamento vaya en esta línea, aunque puede ser una pauta a valorar pues no es muy racional en este aspecto la citada norma.

Nos restaría, por último, abordar los cambios que vendrían determinados como consecuencia de las premisas contenidas en el Capítulo 5 del Reglamento, en lo concerniente a los aspectos de «Supervisión». En primer término, el artículo 29 sobre designación de autoridades competentes en función de ciertas obligaciones y premisas a cumplir por las entidades participantes que están implicadas en las operaciones de titulación asignan las competencias a sus respectivas autoridades supervisoras. Comienza en este aspecto, respecto a las obligaciones de «due diligence» para invertir en posiciones de titulación remitiendo a las autoridades supervisoras, que englobarían a nivel interno a la Dirección General de Seguros, a las CNMV y al Banco de España. En igual sentido, se predica de los requisitos de «risk retention» y de cumplimiento de los referentes a política de riesgo crediticio del artículo 17 y de transparencia del artículo 7, que determinarían competencias de la CNMV y del Banco de España. Algo similar se dispone para aquellas entidades que no estuvieran supervisadas en términos de solvencia, donde sería a efectos internos la CNMV a quien le correspondería a día de hoy con arreglo a lo dispuesto en el artículo 38 de la Ley 5/2015. Y, en lo concerniente al control del régimen de STS, en la actualidad en línea con la premisa anterior correspondería, o, mejor dicho, creemos que debería corresponder con toda lógica a la CNMV según el texto legal básico anterior. En línea con lo expuesto, habría que adaptar el régimen de supervisión del Capítulo IV de la Ley 5/2015 para ajustarlo a las competencias de la CNMV y resto de supervisores a fin de coordinar el nuevo escenario de reparto competencial según lo que dispone el Reglamento. En cuanto al impacto del artículo 31, habrá que ajustar las competencias de la CNMV y de algunos de los supervisores mencionados para recoger las facultades que la norma proclama respecto al cumplimiento de las premisas introducidas en el Reglamento, y, por tanto, adaptar los contenidos de los Capítulos II, III y IV del Título III de la Ley 5/2015, que vas más allá de la mera supervisión y sanción, y, sin menoscabo de la remisión amplia que hoy existe en dicho texto legal al régimen de las Instituciones de Inversión Colectiva. En particular, hay que destacar en línea con la premisa de vigilar la estabilidad financiera del artículo 31, las que reclama de los supervisores en el punto 4 del artículo 31 que en alguna medida será lógico que competa a la CNMV, pero con intensa coordinación con el Banco de España. Finalmente, las premisas del artículo 32 a siguientes en lo relativo al Régimen Administrativo y de sanciones, obligará a modificar de modo sustancial y a adaptar las competencias y el régimen de supervisión del Capítulo IV del Título III de la Ley 5/2015, dado que existe una derivación a la norma interna para llevar a cabo el desarrollo o complemento de lo contenido en el Reglamento.

Por último, señalar que la entrada en vigor de la norma se dispone para el día 1 de enero de 2019, lo cual obliga a trabajar con cierto ritmo de calendario a nivel interno para adaptar y modificar la Ley 5/2015, teniendo también muy en cuenta las premisas de los Reglamentos Técnicos de desarrollo que son precisos para completar el marco analizado, y que algunos de ellos ya en consulta pública hemos tratado en los apartados anteriores del trabajo.

## V. Conclusiones

Conforme a lo que hemos venido analizando durante el presente trabajo, podemos concluir sin

duda alguna señalando que el Reglamento puede suponer un acicate o empuje para desarrollar la titulización de activos e incrementar su importancia en los sistemas financieros de la Unión, y en buena medida va a resultar muy necesaria para completar el proceso de desintermediación y coadyuvar a completar la financiación de entidades tanto financieras como no financieras. En igual dirección, va a cobrar una especial importancia la delimitación de unas reglas determinantes de las denominadas STS, elemento favorecedor del uso de este instrumento. Por lo que concierne al aspecto legal, a pesar de los numerosos desarrollos técnico-normativos que quedan pendientes, creemos que es un marco jurídico eficiente y armonizador de las estructuras, que, a la par, también respeta los diferentes marcos jurídicos vigentes nacionales, dando cobertura a esquemas de todo orden, bien fiduciarios o societarios. Si a ello añadimos el impulso a la transparencia y a la protección de los inversores implicados normalmente en estos mercados, todos estos factores abundan en el buen resultado que se espera de esta nueva regulación.

Ya desde un plano interno, podemos concluir que la decisión del legislador español tiene que ir en línea de decidir si adapta el marco vigente para, por un lado, dar cabida a los esquemas de titulización presentes en nuestro mercado y que complementan los amparados en el texto comunitario, y, de otro, en adaptar las funciones de las Sociedades Gestoras y de la CNVM en materia supervisora.

La titulización en España, a diferencia de otras jurisdicciones, ha gozado de buena salud y ha propiciado buenos resultados. Queda la esperanza de que estos nuevos esquemas normativos impulsen la utilización de la misma como un instrumento de notable importancia para mejorar y completar la financiación de todo tipo de agentes económicos, ya sean públicos o privados. Como siempre, el marco legal juega una pieza esencial a tal fin, y un buen resultado de su puesta en práctica redundará en beneficio también del buen funcionamiento y la eficiencia del sistema financiero evitando precedentes que de alguna manera ensombrecieron esta modalidad de financiación.

## VI. Referencia bibliográfica

ALONSO VENTAS, A., MARQUÉS SEVILLANO, J.M., «Los bonos garantizados y las titulaciones: situación actual, marco global y perspectivas futuras», en *Revista de Estabilidad Financiera*, número 30, págs. 93 y ss.

BENITO, A., «Inauguración de la Jornada de Mercado de Titulización. Ante un nuevo punto de partida», conferencia pronunciada en la Bolsa de Madrid el 18 de octubre de 2017 (en *web* de la CNMV).

CATARINEU, E., PÉREZ, D.; «La titulización de activos por parte de entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de regulación prudencial», en *Revista de Estabilidad Financiera*, número 89, págs. 89 y ss.

CUATRECASAS, «Nota monográfica del Area Mercantil sobre las principales novedades de la ley de Fomento de la Financiación Empresarial», de 24 de abril de 2015 en la *web* de Cuatrecasas.

MADRID PARRA, A.; «Nueva Regulación de la Titulización en la Ley 5/2015», en *Revista del Derecho del Mercado de Valores*, Número 16, de enero de 2015.

MÍNGUEZ PRIETO, R.; «La nueva regulación de la Titulización de Activos», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, Número 62, 1988, págs. 63 y ss .

MÍNGUEZ PRIETO, R.; «El nuevo marco regulatorio de la titulización de activos», en *Actualidad del Sistema Financiero* , 1988, págs. 17 a 24.

- (1) El presente trabajo es una versión más amplia del presentado para el Liber Amicorum de Gonzalo Jiménez-Blanco a quien, de nuevo, va dedicada esta versión por su trayectoria profesional, y, ante todo, por su calidad y ejemplo humano. No es fácil encontrar talentos y ejemplos de personas que son una auténtica manifestación de lo que un buen abogado y mejor ser humano puede representar para todos los que le conocemos, apreciamos y valoramos a todos los niveles. Y tampoco puedo dejar de recordar en este momento a su mujer y también gran amiga María. Cuánto hay que agradecer a estos amigos por su talento y respuesta a la adversidad con los más altos valores que una persona puede manifestar. Nunca os podremos estar más agradecidos por vuestro cariño y amistad.
- Ver Texto
- (2) Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU y los Reglamentos EC/1060/2009 y EU 648/2012.
- Ver Texto
- (3) Es el Reglamento (UE) 2017/2401 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se modifica el Reglamento de la UE número 575/2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión.
- Ver Texto
- (4) Vid al respecto del autor: MINGUEZ PRIETO, RAFAEL; «La nueva regulación de la titulización de activos», en Perspectivas del Sistema Financiero, Nº 62, 1998, págs. 63 a 67; «El nuevo marco legislativo de la titulización de activos» en Actualidad Financiera, Número 6, de 1988, págs. 17 a 24, entre otros.
- Ver Texto
- (5) Vid. Al particular, documento emitido por el Basel Committee on Banking Supervision y Board of IOSCO, «Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations, de 11 de diciembre de 2014.
- Ver Texto
- (6) Sobre el particular, vid. MADRID PARRA, A., «Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2005», en Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 16, de enero de 2015.págs. 11 y 12.
- Ver Texto
- (7) Vid. al respecto, «Guidelines on significant credit risk transfer relating to articles 243 and 244 of Regulation 575/2013 de julio de 2014.
- Ver Texto
- (8) Vid. Sobre el particular, EBA Final Report on «Guidelines on implicit support for securitisations transactions», documento de 3 de octubre de 2016.
- Ver Texto
- (9) Vid. Discussion on the significant Risk Transfer in Securitization, documento de EBA de 19 de septiembre de 2017.
- Ver Texto
- (10) Vid. Ob. Citadas en el ordinal infra 2 de MINGUEZ PRIETO, RAFAEL; así como MADRID PARRA, A. op citada págs. 2 a 4.
- Ver Texto
- (11) Sobre este particular, se pueden destacar varios trabajos que se han llevado a cabo de evaluación del modelo español de titulización desde su inicial vigencia: así, MARTIN MARTIN, M<sup>a</sup> del R., « Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de crisis», documento número 57 de trabajo de la CNMV, enero de 2014; vid, asimismo, ALONSO VENTAS, A. y MARQUES SEVILLANO, J.M. « Los bonos garantizados y las titulizaciones: situación actual, marco global y perspectivas futuras, REVISTA DE ESTABILIDAD FINANCIERA número 30, págs.. 93

y siguientes; finalmente, vid. también CATARINEU, E. y PEREZ, D., «La titulización de activos por parte de entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de regulación prudencial, en Estabilidad Financiera número 89, págs. 14 y ss.

[Ver Texto](#)

(12) Vid. Sobre este particular, Cuatrecasas, «Nota monográfica del Área Mercantil sobre las Principales Novedades de la ley de Fomento de la Financiación Empresarial» de 24 de abril de 2015 en la web de Cuatrecasas.

[Ver Texto](#)

(13) Vid. artículo citado en nota anterior de MADRID PARRA, AGUSTIN, págs. 13 a 38.

[Ver Texto](#)

(14) Vid. Conferencia de D. Ángel Benito, Consejero de la CNMV en «Inauguración de la Jornada de Mercado de Titulización. Ante un nuevo punto de partida», de 18 de octubre de 2017 en web de la CNMV.

[Ver Texto](#)