

Un nuevo marco normativo para los «covereded bons»

A new legal framework for the covered bonds (1)

Rafael Mínguez Prieto

Doctor en Derecho y Socio de Cuatrecasas

A través del RDL 24/2021, de 3 de noviembre, se ha incorporado al ordenamiento interno el nuevo régimen jurídico de la UE sobre los bonos garantizados o covered bonds, representado por la Directiva de 2019, que supone un gran avance en el marco de la financiación de las entidades de crédito. Este nuevo marco legal refuerza la estabilidad financiera, introduciendo nuevas pautas normativas para armonizar el régimen legal de este tipo de activos, mejorando su tratamiento a efectos de reglas de solvencia, y, muy especialmente, en el ámbito de la insolvencia y de resolución.

Covered bonds, activos de cobertura, colchón de liquidez, sobregarantía, segregación, doble escalón de garantía.

Thorough the RDL of 3rd November 2021, our country has implemented into the internal legal framework the new EU legal system of the covered bonds. This implementation represents a big advance in the credit institution financial stability and source of financing. It also represents an increasing measure of the financial stability and harmonizes the legal framework among the EU countries legal systems, and also brings a better treatment from a solvency ratios point of view.

Covered bond, coveredage assets, liquidity coefficient, overcollateralization, segregation, step double security.

I. Introducción: nuevo marco legal en la Unión Europea y sus efectos internos

La reciente publicación en el B.O.E del Real Decreto Ley 24/2021, de 2 de noviembre, sobre trasposición de diversas directivas de la Unión Europea (RDL, en adelante), da cabida a un nuevo marco normativo de los denominados «bonos garantizados», o, en terminología anglosajona, «covered bonds» (CB, en adelante). El íter legislativo se ha acelerado, pues en un primer momento el Gobierno se había inclinado por la tramitación de un Anteproyecto de Ley, que incluso se sometió al trámite de audiencia pública, si bien por las precisiones incluidas en la Exposición de Motivos del RDL, parece ser que la voluntad de incorporar las normas comunitarias a la mayor brevedad, cumpliendo así los tiempos prefijados, ha prevalecido sobre el objetivo de una

tramitación más pausada. Lo importante, en todo caso, es que se ha adoptado un marco normativo «*ad hoc*» para este importante instrumento de financiación bancaria, que tiene un notable interés para el sistema financiero tanto de la UE, como de nuestro propio sistema crediticio (2) .

Siquiera a modo de introducción al estudio del nuevo marco normativo español, tenemos que hacer mención a que el bloque legislativo que ahora se incorpora tiene su anclaje en dos normas de la UE de distinta naturaleza (3) . Por un lado, la Directiva UE 2019/2162 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la emisión y supervisión pública de bonos garantizados, y por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2014/59/UE (en adelante, la Directiva CB), que es el marco general que sirve de pauta para la armonización de las disposiciones de los Estados Miembros y que ahora se incorpora por el RDL citado. En segundo término, encontramos una norma de efecto directo, y que no requiere incorporación intermedia interna, cual es el Reglamento UE 2019/2160 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre, por el que se modifica el Reglamento UE 575/2013, en lo que respecta a exposiciones en forma de bonos garantizados. En suma (en adelante, el Reglamento 575), como se puede comprobar, esta última disposición adapta a las nuevas premisas normativas el régimen de solvencia de las entidades de crédito para este nuevo marco de CB (4) .

Por continuar el orden señalado, la Directiva viene a cumplir el objetivo de fijar un marco normativo financiero de la Unión con una mínima armonización del régimen de este tipo de activos financieros, avalado por la importancia que tiene esta fuente de financiación para la estabilidad financiera. Si se quiere allegar crédito, tanto en versión macro, para las entidades, como de modo indirecto a particulares y empresas, en versión más micro, el disponer de un marco estable y completo sobre bonos garantizados, y no la dispersión y dispar regulación entre Estados Miembros, obraba en favor de proceder a la adopción de un marco armonizado, o de reglas de mínimo, en aquellos aspectos tanto financieros como legales que impulsen el objetivo antes citado (5) .

Ahora bien, la norma en su artículo 2 asienta una reserva subjetiva de partida, pues sólo las entidades de crédito podrán emitir este tipo de valores o activos, sobre la base de que son instrumentos con una complejidad estructural que reclama un componte organizativo y de supervisión que se revelan esenciales para la correcta y segura definición de la estructura de este tipo de instrumentos financieros. Cuando hablamos de supervisión, lo hacemos con un doble componente, tanto externo a la entidad emisora, como interno a aquella, como se dispone en el artículo 13 de la Directiva y en el Título VI de la misma, por lo que concierne a la supervisión pública (6) .

Otro elemento estructural esencial y definidor de estos activos va a ser el denominado «doble recurso». Por tal se entiende que la garantía de estos bonos viene respaldada tanto por la responsabilidad personal y universal del emisor, y, principal y esencialmente, sobre los activos que sirven de respaldo y cobertura a los «covered bonds». Así se colige de las previsiones del artículo 4 de la Directiva.

Pero la armonización normativa, va más allá, y como elemento preservador de estos valores se predica de los mismos su inmunidad o protección en caso de resolución o concurso del emisor. Esto es, incluso en situaciones excepcionales se proclama que deben de quedar aislados sus riesgos de potencial incorporación a la masa concursal, y, de igual modo, les asistan privilegios que les alejen de dicha confusión o postergación en caso de insolvencia. Así se manifiesta el artículo 5 de la Directiva.

Dentro de la configuración del «pool de garantía», los activos que sirven de cobertura deben ameritar una calidad y consistencia financiera y de riesgo de crédito suficientes, además de una evidente diversificación que redunde en beneficio de la calidad de los activos que se emiten como consecuencia de la minoración del riesgo de cobertura. Y todo ello, acompañado de los instrumentos financieros derivados adecuados que mitiguen riesgos financieros y de contraparte. De tal calado es la importancia de este elemento, que la norma comunitaria ha introducido el mecanismo del control externo o interno, mediante un órgano o entidad «*ad hoc*», que sea el

garante de la eficiencia y la consistencia mencionada de los activos de cobertura, añadiendo a esta función el notable efecto jurídico de delimitación del colateral en todo momento, como mecanismo de salvaguarda frente a la entidad y, en especial, para los inversores. Estas premisas se precisan en el Capítulo 2 del Título II de la disposición comunitaria, en los artículos 6 y ss.

Otra de las novedades, ya testadas en alguno de los países miembros con anterioridad, es la relativa a la posibilidad de efectuar emisiones conjuntas por parte de un grupo de entidades de crédito, estableciendo de un modo directo y claro la delimitación de un «pool» de cobertura conjunto, y facilitando de este modo la salida o acceso al mercado de entidades que de modo individual difícilmente accederían al mismo. Este aspecto se contempla en el artículo 9 de la Directiva.

El sistema analizado se complementa por un marco de transparencia e información al mercado de modo continuo, complementario al que facilita la emisión en origen a través del pertinente folleto informativo. De este modo, y a través de canales regulatorios de mercado y de supervisión, se facilita y evidencia la realidad material efectiva y puntual del colateral frente al mercado y sus inversores, cara a preservar sus caracteres definitorios y de riesgo en el tiempo. Estas cuestiones se recogen en el artículo 14 de la Directiva.

En tanto elemento clave definidor de cualquier tipo de activo, y como mecanismo complementario y fundamental de la delimitación del colateral, se establece la obligación de constituir un «colchón de liquidez» que facilite e impida, en todo momento, un potencial impago de los activos emitidos. Y en esta eventualidad, es donde tiene su explicación el mecanismo regulado de prolongación de la estructura de vencimiento de los bonos en caso de que pueda peligrar el repago de los bonos en alguna modalidad. Es una especie de salvaguarda legal que refuerza la estructura de repago y vencimiento de los CB. Estas premisas se contienen en el artículo 17 de la Directiva.

Como ya habíamos destacado con anterioridad, el marco legal de la UE en esta materia era obligado de completar mediante el ajuste de la reglamentación en materia de solvencia, contenido en el Reglamento 575, donde se otorga un trato preferente a los bonos garantizados por todo el esquema jurídico descrito de sus connotaciones financieras y jurídicas que avalan dicha particularidad. Por estas circunstancias, la modificación llevada a cabo persigue mejorar el trato en el régimen de capital, lo cual redundará en un notable beneficio para las entidades emisoras de los presentes valores (7).

En la línea expuesta, se precisan en la norma ciertas exenciones para que las exposiciones en este tipo de activos se admitan en el nivel 1 de calidad crediticia y otro porcentaje se inscriba en el nivel 2.

Un segundo bloque normativo en la presente materia es el relativo a los principios de valoración que resultarán de aplicación a los bienes inmuebles que sirven de garantía a los bonos garantizados, al igual que las normas de necesaria consideración en materia de interrelación entre el préstamo.

Otro aspecto que mencionar en el presente bloque es el concerniente al requerimiento de un nivel de sobregarantía, incluso superior al que se establece en la garantía de la Directiva.

En la línea indicada de transparencia, la periodicidad a llevar a cabo en cuanto a la información sobre los colaterales de los CB será de carácter semestral, permitiendo a los inversores efectuar un seguimiento de riesgo y de rentabilidad, así como la comparabilidad con otros tipos de activos.

II. El nuevo marco normativo español: el Libro Primero del RDL de 2021

1. Introducción

El inesperado cambio de rumbo en el íter normativo, como ya hemos apuntado con anterioridad,

transformándose un Anteproyecto de Ley en Real Decreto Ley para dar cobertura al régimen jurídico de los CB, ha adelantado la incorporación del marco normativo de la UE, y ha servido, en igual modo, para sentar las bases de una norma única para este tipo de instrumentos financieros, cesando la dispersión que había reinado en la materia, fruto de la regulación en normas diferentes de las tres categorías de CB (8) . A la vez, y consideramos necesario destacarlo por su importancia, ha originado una derogación de la legislación de mercado hipotecario, consagrada en una brillante disposición técnica, cual fue la Ley 2/1981, así como algunas disposiciones «*ad hoc*» que se gestaron con posterioridad y que luego abordaremos (9) .

La actual situación de reordenación del sistema crediticio, y los retos a futuro para ir cumpliendo las líneas diseñadas con ocasión de las reformas incorporadas en materia bancaria, hacían de esta nueva ordenación una necesidad reclamada para potenciar y armonizar unos instrumentos de financiación bancaria de primera orden. Y, en particular, por su importancia financiera en términos de estabilidad financiera. El importe que representan particularmente las cédulas hipotecarias en nuestro sistema crediticio como instrumentos de financiación es sumamente importante. Diferente situación muestras el resto de CB (10) .

El RDL cubre el régimen sustantivo, en todos sus caracteres, así como lo concerniente a la supervisión pública y privada de estos tipos de instrumentos, sin olvidar el importante aspecto de la protección de los inversores en todas las perspectivas, y, muy singularmente, las relativas a situaciones concursales o de resolución. Tiene en este sentido importancia material la previsión del art. 1.2 del RDL en una doble dirección. Así, la norma se aplica a las emisiones de CB por entidades de crédito establecidas en España, matiz no baladí por cuanto en el Anteproyecto se aludía a la emisión por sucursales de entidades de crédito no residentes en España, sin distinguir o no, y sin diferenciar o no entre UE y terceros países. Creemos que la clarificación o redacción final da cabida a ambos tipos de entidades, puesto que la duda, si fuera el caso, se podría suscitar para entidades no UE, pero al ser sucursales y prestar servicios crediticios en España con arreglo a derecho español, no hay razón para limitar y asegurar, respecto a su patrimonio en nuestro país, el que emitan con la garantía de los activos, que cumplan la norma española, los CB (11) . Lo que queda claro, es que se elimina la posibilidad de emisión por parte de los EFC, al haber perdido la condición de entidades de crédito según su normativa particular, de modo tal que sólo pueden emitirse por entidades de crédito.

La norma delimita, a los efectos de la Directiva, y bajo un sistema de *numerus apertus*, las categorías de CB, entre las que se ha añadido los bonos territoriales, que no existían con anterioridad, y, en consonancia con la norma, abre la posibilidad a crear nuevas modalidades bajo la denominación que considere la emisora de los mismos. Por tanto, se incluyen las cédulas (territoriales, hipotecarias y de internacionalización) y los bonos (de idénticas categorías). Como bien se especifica en la norma, la diferencia es que las primeras tienen lo que se podría considerar como un colateral abierto, pero definido o controlable en todo momento; mientras que, en los segundos, nos encontramos ante un colateral cerrado, sin variación o alteración. Ahora bien, *ab initio* se resalta la condición de *pari passu* que concurre entre los tenedores de los distintos tipos de cedulistas de una misma entidad respecto a los activos de cobertura, en un sentido amplio. Esta precisión se extiende también hacia los CB que emitan entidades españolas en el marco de la UE. La precisión es sumamente importante y ya se introdujo en el pasado cara a evitar, con una interpretación de las normas del Código de Comercio en la materia, que se entendiera que habría prioridad según su emisión en el tiempo. Eso conllevaba una discriminación o subordinación que penalizaba sin razón financiera alguna las emisiones posteriores en el tiempo con el consiguiente coste financiero y de capital fruto de dicha decisión (12) .

2. Características estructurales

En primer lugar, en el artículo 5 se delimita el régimen jurídico aplicable a los CB, que es el contemplado en el RDL, y, como complemento, las previsiones sobre emisiones y ofertas públicas de venta de la Ley del Mercado de Valores, si bien se precisa la no aplicación, como ya estaba vigente, de la Ley de Sociedades de Capital, en lo concerniente a la emisión de obligaciones o

valores de renta fija, ni la necesidad de inscripción en el Registro Mercantil, en lo que concierne a las emisiones de los mismos. No obstante, en tanto emitidos por entidades de crédito, requieren la autorización del Banco de España, en los términos del artículo 34, que luego comentaremos, en cuanto manifestación de la intervención administrativa del supervisor por las consecuencias de solvencia y estabilidad financiera que representa, y como garantía del cumplimiento de las premisas regulatorias definitivas de los activos y en especial de su colateral.

A continuación, la norma ya señalada del doble escalón se refrenda e incluye en el artículo 6, cuando predica la responsabilidad del emisor por el montante del principal e intereses y demás obligaciones de pago, todo ello sin necesidad de afectación, por cuanto se efectúa una adscripción «*ex lege*», según la modalidad de cédulas o bonos, y se predica un derecho preferente al cobro sobre dichos activos de cobertura en un sentido amplio y concreto. Además, hay que precisar que se les confiere el carácter de título ejecutivo para reclamar el impago de los derechos de crédito que integran en su conjunto los activos de cobertura, en los términos prefijados en la Ley de Enjuiciamiento Civil. Lógica y precisa consecuencia es el otorgamiento a los tenedores de la condición de acreedores privilegiados, a los efectos de los artículos 1922.8 y 1923.6 del Código Civil, así como de la condición de acreedores privilegiados, a efectos del 270.7 de la Ley Concursal, en la nueva redacción que se acompaña en las disposiciones adicionales en el texto del RDL y que comentaremos. Privilegios que también, por lógica legal y financiera, se extienden a la contraparte de los contratos de derivados, como un necesario elemento para cerrar el círculo de protección legal (13) .

En la concreción de la cobertura, se incluyen activos primarios, de sustitución, líquidos e instrumentos derivados, que son la esencia material de la garantía de la que disponen los tenedores de los CB. Ahora bien, para que sea una garantía eficiente (14) , la norma dispone unas reglas de diversificación de riesgo de dichos activos que refuercen su finalidad, tanto en perfil de riesgo como de temporalidad que deben concurrir en dicha cartera. Por estas razones, la gestión de los activos de cobertura se convierte en una obligación esencial, que se hace recaer en los órganos de administración y dirección de la entidad de crédito emisora, por la trascendencia cara a la solvencia de la misma, así como frente a terceros y frente al propio supervisor, en tanto garantes de primera mano de la funcionalidad y seguridad del esquema legal que delimita y preserva este tipo de valores. Profundizando en el objetivo expuesto, se precisa que los préstamos o créditos responderán o garantizarán hasta el importe determinado sobre el principal pendiente de pago. No obstante, se prescribe una adscripción especial de cualquier activo a un tipo solo de CB. Esto es importante para evitar superposiciones de garantía, y redundante en beneficio de la delimitación de la misma, y frente a terceros. En este término, se admiten inmuebles radicados fuera de la UE, si bien se precisa la similitud que deben concurrir en sus reglas en el país de su radicación para ser contemplados. Lo que se pretende es que no se pierda la esencia de la garantía por el elemento territorial y la aplicación potencial de normas de terceras jurisdicciones.

Una de las necesidades materiales de la garantía de los CB es su perimetración o delimitación. En el art. 9, la norma utiliza un término novedoso a nivel legal cual es el de la «segregación» del colateral. Esto es, se tiene que tener constancia registral interna de los activos de toda orden que integran el colateral, incluidas cualquier tipo de garantías vinculadas a los derivados y a los seguros de activos integrados o que sirvan de respaldo al mismo. Y se exige «*ex professo*» que el activo esté individualizado, y que, además, la entidad emisora se responsabilice de su elegibilidad, como luego precisaremos. Esta delimitación es la quintaesencia del marco normativo, tanto a efectos de privilegios del C.C como de la Ley Concursal señalados. Por tanto, el registro se erige en pieza esencial del esquema jurídico para desplegar los efectos llegado el caso de ser necesario realizar la garantía por impago o por acaecer situaciones excepcionales de insolvencia o resolución.

Otra regla o principio esencial que completa la arquitectura de la garantía que cualifica a estos bonos es la que la norma denomina «sobregarantía» o «sobrecobertura», tal y como se prescribe en el artículo 10 del RDL. La fortaleza legal y financiera de esos bonos, que a la postre determina un tratamiento privilegiado a nivel normativo sustantivo y de capital regulatorio, tiene en este particular elemento una de sus cualidades más importantes, pues representa para los tenedores de

los bonos un reforzamiento de su posición cara a un impago, al hacer aún más remoto el mismo, y, sobre todo, exalta la proporción del riesgo con la capacidad de repago, que se mejora notablemente, acrecentando el atractivo para los inversores. No podemos dejar de mencionar que estamos hablando de unos emisores sometidos a supervisión prudencial, con lo cual el planteamiento garantista se refuerza.

Y, como otro elemento definidor de la consistencia financiera de los CB, se introduce una regla de liquidez a cumplir por la entidad emisora, mediante la inclusión de activos líquidos que cubran la salida de liquidez para un período determinado, que se fija en 180 días. En el art. 11 se prefijan, en línea con las previsiones del Reglamento Delegado 2015/61 del Reglamento 575, que sólo pueden integrar el colchón denominado de liquidez activos que se incluyan en el nivel 1, 2ª o 2B, así como la exposiciones a corto plazo frente a entidades de crédito que puedan calificarse en el nivel 1 o en el 2 ó 3, de calidad crediticia según el artículo 129.1.c) del Reglamento 575. Ahora bien, bajo ningún concepto la norma admite activos en situaciones de impago, en correspondencia con la filosofía antes precisada de que se buscan activos sumamente líquidos que puedan utilizarse en situaciones excepcionales para atender el pago de los CB de modo inmediato.

Como ya se ha prefijado, según se contempla en el artículo 12 del RDL, se pueden incluir instrumentos financieros derivados de cobertura, especialmente de tipo de interés, que cumplan unos requisitos de legalidad y formalidad, así como de nivel de contraparte, todos ellos delimitados según lo antes señalado en el Reglamento 575, y que se valorarán con arreglo a las normas que sobre el particular se aplican en la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, del Banco de España en materia de contabilidad de entidades de crédito.

III. Previsiones novedosas en materia de emisiones y vencimiento prorrogables

Una de las novedades recogidas en la Directiva en su artículo 8, y que se incorporan a nuestro ordenamiento, es la concerniente a las estructuras de emisiones intragrupo de bonos garantizados agrupados. Con las miras puestas en favorecer emisiones y estructuras de financiación vía CB para presentar frente al mercado de modo eficiente y competitivo una emisión de mayor empaque cuantitativo y de colateral, la norma alberga en el art. 13 el régimen citado, donde la cabecera o una entidad del grupo emite los valores respaldados por CB adquiridos de entidades del mismo grupo, si bien se exige una calidad crediticia de Nivel 1 o, bajo ciertas premisas, de nivel 2.

El colateral en última instancia lo representan los activos de cobertura que respaldan los bonos emitidos internamente, sin menoscabo de los que aporte la entidad emisora. Los CB de cobertura pasan al balance de la emisora, que son ofrecidos y vendidos fuera del perímetro del grupo, y tienen que guardar una homogeneidad en cuanto a la admisibilidad y elegibilidad con toda lógica. Lo único que llama la atención de la norma es que se limita a los CB de una única entidad del grupo, lo cual no advertimos bien su lógica. Y ello porque puede restringir sin mucho fundamento las posibilidades en grupos donde puede haber varias entidades de crédito. Ahora bien, en este particular asunto, la norma interna sigue de modo fidedigno lo que contempla la Directiva en su artículo 8, con lo cual poca discusión *de lege data* da la cuestión.

En el artículo 14, se contempla la regla que se denomina de «financiación conjunta de emisiones», entendiéndose por tal el supuesto donde se admite que los activos de cobertura originados por una o varias entidades de crédito que se hayan adquirido por otra entidad emisora de CB pasen al perímetro de cobertura de la entidad adquirente en sus particulares emisiones de CB. Ahora bien, les resultarán, igualmente, de aplicación las normas sobre segregación y admisibilidad de los activos de cobertura antes mencionados. Incluso, se abre una posibilidad de transmitir activos de cobertura mediante garantías financieras del RDL 5/2005, estructura que puede dar juego por la efectividad de la misma (15). En suma, se acude a la estructura de las garantías financieras como modo asimilable para estructurar jurídicamente el colateral por la consistencia legal que ofrece esta vía, si bien es una cuestión muy singular y ajena a lo que venía siendo el fundamento de los colaterales de cobertura de estas estructuras, si bien la eficacia jurídica en principio no ofrece duda, más allá de la complementariedad que ofrece este mecanismo

de garantía ya desarrollado conforme a la norma mencionada. Y como vía de estímulo adicional, se abre la posibilidad de que activos adquiridos a entidades no de crédito sean utilizados como cobertura siempre que cumplan los requisitos de elegibilidad y los concernientes a la política de concesión de créditos. No deja de ser una oportunidad que brinda la norma para completar y acrecentar el colateral en caso de que se adquiera por esta vía activos a entidades no de crédito, o, por ejemplo, a un EFC en el caso de nuestro sistema legal, que, como tuvimos ocasión de referir, en el ordenamiento español perdieron la condición de entidad de crédito.

Dentro de este apartado que hemos denominado de novedades, y en línea con lo que se presenta en otros mercados, y siguiendo una lógica parecida a ciertas pautas contempladas en materia de resolución bancaria y de solvencia, se disponen un conjunto de reglas sobre estructuras de vencimiento prorrogable de los CB. Se contemplaba así en el artículo 17 de la Directiva. Lo que se está dando cobertura es a la posibilidad de que en ciertos supuestos excepcionales se evite el riesgo de impago, prorrogando el vencimiento final hasta que se solventen ciertas vicisitudes financieras, y se logre el objetivo de afrontar el cumplimiento de las obligaciones financieras de repago por parte de la entidad emisora. Ahora bien, la entrada en funcionamiento de esta estructura, de reestructuración preventiva, se sujeta a un conjunto de reglas garantistas, y, que, en primer término, se asientan en que no dependan en exclusiva de la voluntad de la entidad emisora (16). Es decir, la norma pretende una objetivización para que entre en funcionamiento esta posibilidad y que no dependa de la voluntad exclusiva de una de las partes. Las circunstancias que la amparan son las siguientes:

- a) • En primer término, cuando se desatienden las reglas de liquidez mencionadas, o cuando el propio supervisor adopte medidas excepcionales de requerimientos de liquidez. Son, claramente, supuestos donde se atisban posibilidades de impago para atender a los calendarios pactados con ocasión de la emisión, ya alcancen a la cobertura o al propio emisor. A los casos anteriores, se añaden los de concurrencia de una situación de insolvencia o de una medida de resolución, así como en los casos de grandes perturbaciones en la estabilidad financiera declaradas por la Autoridad Macroprudencial, o cuando se determine la inviabilidad de la entidad según las reglas de resolución.
- b) • En otro orden de requisitos, se exige por la norma una transparencia «*ex ante*» en los documentos o folletos informativos de las emisiones de CB, de modo tal que se precisen los supuestos donde se desencadena la aplicación de la cláusula, se informen en las condiciones de emisión de las consecuencias que acarrearán los supuestos de concurso o resolución, así como la determinación de la fecha final, en su caso, cuando concurren las circunstancias desencadenantes. Entre los requisitos se remarca una importante regla cual es la de que no se altera la igualdad de rango o «*pari passu*» de las emisiones vivas de CB, así como los caracteres esenciales de garantía de doble rango. Estas premisas de todos modos, a nuestro entender, aunque no eran necesarias de remarcar, no sobran, particularmente para dejar claro que el régimen excepcional se mantiene en todo caso, incluso cuando concurren estos casos excepcionales. Se cierra este bloque con una regla de cierre supervisor y garantista cual es la de la necesidad de que el Banco de España autorice la prórroga de los vencimientos en todo caso.

IV. Transparencia de los CB

En este apartado, queremos abordar las premisas contenidas en los artículos 16 a 18 del RDL, en cuanto a normas de valoración de los activos de cobertura, y, en el 20 y 21, sobre transparencia e información a los inversores.

Como no puede ser de otro modo, para tener una actualización y realidad cuantitativa del colateral que sirve de garantía a las emisiones, una regla esencial se recoge en el art. 16 de la disposición, cual es la de que hay que efectuar una doble valoración de los activos de cobertura: en primer término, en el momento de la incorporación; y, en segundo término, con carácter anual. Esta regla es una garantía de la realidad y respaldo que ofrece el colateral en todo momento, y de

la propia sobregarantía que se requiere en este tipo de activos. Las reglas aplicables son las generales contenidas en la Circular 4 /2017 del Banco de España en la materia, y los resultados deben quedar a disposición del supervisor para verificación de la idoneidad de los procedimientos seguidos y de la virtualidad de los valores que conforman el respaldo cuantitativo del colateral.

Por lo que concierne a activos inmobiliarios, la metodología y el proceso se ajusta a los criterios generales para balances bancarios y la necesidad de que la lleven a cabo sociedades de tasación homologadas y supervisadas, cuyo régimen también se incluye en la propia disposición. Aquí reside lo que ha sido una constante en los precedentes normativos y en el propio sistema crediticio español donde las valoraciones con impacto en entidades de crédito y otras financieras sometidas a supervisión prudencial se han reservado por consistencia y coherencia de planteamiento material a entidades supervisadas por el propio Banco de España como son las Sociedades de Tasación, reguladas en el RDL en su Título III del RDL.

En lo que se refiere a las normas de información y transparencia para el mercado y los inversores en general, en el art. 19 sobre obligaciones en la materia, la entidad emisora queda conminada a informar de modo preciso y detallado sobre todos los aspectos fundamentales y de interés evidente para que los inversores puedan hacerse un juicio fundado sobre el riesgo que asumen y las características de los valores emitidos y su evolución. Se detalla, en particular, la obligación de publicitar trimestralmente unos puntuales aspectos cuales son : el valor de la cobertura en su totalidad; los bonos pendientes en toda su dimensión de emisiones; la distribución y caracteres de la cobertura tanto territorialmente como de perfil de riesgo; estructuras de vencimiento y los supuestos de prórroga de vencimiento, niveles de sobrecobertura y de garantía ordinaria, así como una información detallada sobre los préstamos que están en situación de impago o con riesgo del mismo. Toda esta información periódica se convierte en un elemento esencial para poder hacer un seguimiento de la realidad del colateral y del perfil de riesgo de las emisiones vivas, y como venimos reiterando, se convierte en una de las piezas claves del entramado legal. La obligación alcanza también a precisar una información adecuada sobre las estructuras de emisión intragrupo.

V. Modalidades de covered bonds

1. Las cédulas hipotecarias

El Título IV del Libro Primero del RDL aborda el régimen de los tipos de bonos garantizados y sus especialidades. Se abre con las Cédulas hipotecarias, que han sido a nivel interno el bono garantizado por excelencia en nuestro ordenamiento jurídico, y de notable trascendencia en la financiación bancaria española por la dimensión que ha mantenido siempre en nuestro sistema financiero desde la Ley 2/1981, ya que el bono hipotecario no dejó de ser una posibilidad sin aplicación práctica, excepción hecha de una emisión en pruebas, por decirlo de algún modo, que llevó a cabo el Banco Hipotecario (17) .

Ahora en la norma se precisa que el colateral de esta clase de CB viene integrado por los activos recogidos en el 129.1, letras d) y f) del artículo 129.1 del Reglamento 575. Nos estamos refiriendo en primer lugar, a préstamos garantizados por bienes inmuebles residenciales hasta el importe inferior de entre el principal de las hipotecas y el 80 por 100 de los bienes pignorados. Y, en segundo término, por préstamos garantizados por bienes inmuebles comerciales hasta el importe inferior entre el principal de la hipoteca y el 60 por 100 de los bienes pignorados. Además, añade, y esta ha sido una constante histórica por la premisa de riesgo de crédito de primer nivel, que tienen que ser hipotecas de primer rango sobre las fincas gravadas. Esta es una de las reglas consustanciales, de modo tal que, si el préstamo tiene cualquier tipo de condicionantes que no le cualifican como garantía de primer rango, habrá que posponer o salvar dichos gravámenes para que pueda contar el mismo colateral a efectos de estar sujeto a la emisión de cédulas. Por tal motivo, no se consideran carga los gravámenes de carácter público como consecuencia de tributos públicos pendientes de liquidar, según se dispone en el artículo.

Entrando en el terreno del cómputo de la cobertura, y, como ya venía siendo norma, el porcentaje inicial de cobertura es de un 60 por 100 del valor de tasación; ahora bien, si es un bien residencial se eleva la cobertura, por el tipo de riesgo de crédito, menos acentuado, y más en un país con la tradición propietaria española, hasta el 80 por 100. A los anteriores límites, se fija un plazo máximo de amortización de 30 años de los préstamos para vivienda habitual que pueden entrar como colateral. Asimismo, la norma ajusta hasta los máximos en caso de que se sobrepase la garantía. Es una previsión de umbrales de riesgo importantes para mantener el colateral

Como continuación, la norma fija los activos de sustitución que pueden entrar dentro del colateral de las cédulas, y que son: por una parte, valores de renta fija admitidos a negociación con ciertas contrapartes de las contempladas en el Reglamento 575 (18), así como depósitos en efectivo, en línea con la finalidad de cumplir el objetivo de ser activos líquidos que aseguren el riesgo de crédito para los inversores. Y en línea con una contante regulatoria, se admite que, si los activos superan los umbrales del 10 por 100, la entidad emisora pueda adquirir sus propias células para reestablecer el porcentaje de riesgo sobre el límite. Esto no es una novedad, sino que ya estaba contemplado en la normativa vigente, y que también sirve para adecuar el colateral a las premisas y correspondencias de riesgo contra el valor de la garantía en mercado (19).

En esta línea, se concreta el nivel de sobregarantía del Reglamento 575 y su fórmula de cálculo, como se dispone en el artículo. Asimismo, se refuerza el control del riesgo, exigiendo que los bienes hipotecados se aseguren contra daños y se registren, cubriendo el valor de tasación del inmueble al menos. Como apreciamos, son medidas ya contempladas con anterioridad, que refuerzan la base material cuantitativa del colateral. Ello explica que en el artículo 23.7 se restrinjan las capacidades de disposición respecto de las condiciones y del riesgo de crédito por parte del emisor de modo tal que puedan limitar el colateral. En particular, se enervan las posibilidades de cancelar voluntariamente por causa distinta al impago; la renuncia o la transacción sobre ellas; la condonación de todo o parte del préstamo; y, en general, cualquier acto que disminuya el rango, la eficacia jurídica o el valor económico del préstamo o la garantía, así como la posposición de las hipotecas existentes. Estas limitaciones imperativas, como se puede apreciar, tienen todo su fundamento para evitar una merma de la fortaleza del colateral que reduzca la esencia de riesgo de estos activos financieros.

Por último, en línea con las premisas generales, se pueden establecer en las condiciones de emisión cláusulas de amortización anticipada por parte del emisor de público conocimiento para los potenciales inversores. Y siempre, como ya hemos mencionado con anterioridad, sobre la pauta de condiciones subjetivas no disponibles por el mismo a su entera voluntad.

2. Las cédulas territoriales

La regulación de estos CB en el artículo 24 del RDL la verdad sea dicha que se puede calificar de sumamente sucinta, por cuanto se limita, de una parte, a definir el colateral mediante una remisión al art. 129.1 del Reglamento 575, letra a) (20) que vienen integrados por préstamos o créditos concedidos a entes de naturaleza pública. Y, a renglón seguido, se precisa que no estén vinculados a las operaciones que constituyen el subyacente de las cédulas de internacionalización. La verdad es que la parquedad, por decirlo de algún modo, es un poco desconcertante. Se nota la rapidez legislativa y la falta de precisión técnica, puesto que no hubiera estado de más al menos adaptar las premisas normativas vigentes, con las necesarias puntualizaciones al efecto en el nuevo contexto de la Directiva.

Y en el resto, se remite a la regulación de las cédulas hipotecarias, en lo concerniente a las previsiones contenidas en el artículo precedente, salvo lo relativo a bienes hipotecados pues no procede.

3. Las cédulas de internacionalización

Igual crítica merece la escueta regulación de esta categoría de CB en el artículo 25 del RDL, pues sigue la misma pauta de laxitud que en las cédulas territoriales, al remitirse a los requisitos

del art. 129.1, letras a) y b) del Reglamento 575, que son aquellos préstamos que tienen como contrapartes a entidades con actividades de exportación o comercio exterior, o garantizados por ellas, y que tienen como subyacente la financiación de bienes y servicios españoles o de otras nacionalidades o a la internacionalización de empresas residentes en España o en otros países, siempre que el prestatario no sea una entidad del sector público español. Matiza la norma que si las exposiciones tienen garantía personal se tienen que reunir las condiciones del Capítulo IV del citado Reglamento 575.

A renglón seguido, de modo similar al predicado en la anterior categoría de CB se remite al régimen de las cédulas hipotecarias (21) .

4. Bonos hipotecarios, territoriales y de internacionalización.

La regulación específica de los bonos que se integran como CB ya es más que criticable, pues simplemente añade un pequeño apunte a lo prescrito con carácter general en el artículo 3.2, al señalar que son valores garantizados por activos determinados y reservados en el balance de una entidad emisora, que son inalterables, y que tienen las mismas reglas que las cédulas de todo tipo homogéneas con el riesgo

Más allá de añadir una regla de exigencia de que la entidad emisora cubra con depósitos los desfases de cobertura, al menos el legislador podría haber reproducido con las necesarias adaptaciones la normativa vigente. Además, en el caso de los bonos territoriales al ser una novedad, como ya indicamos, podría haberse hecho algún esfuerzo regulador, que esperemos que se produzca en el desarrollo reglamentario.

5. Otros bonos garantizados

Al amparo de la posibilidad que brinda la Directiva para que cada Estado y derecho nacional creen sus propias categorías de bonos garantizados, la norma española incluida en el RDL, como ya destacamos al principio del trabajo, establece un sistema de «*numerus apertus*», facilitando la creación de «Otros bonos garantizados». Como dice el artículo 3 de la Directiva, y acoge el artículo 3.1 g) del RDL, y se completa en el artículo 27.2, con la denominación que se quiera prefijar, con lo cual podrían ser tanto cédulas como bonos, siempre que se acojan, en cuanto a la definición del colateral y otros caracteres de cada tipo, a lo previsto en la Directiva y en el RDL. De ahí que tengan como prescribe el art. 6 de la Directiva los siguientes atributos.

En primer término, el emisor como ya es de rigor tiene que ser una entidad de crédito, cumpliéndose los requisitos del art. 129 del Reglamento 575. A continuación, tienen que ser activos de cobertura de alta calidad que parten de la premisa de que la entidad emisora es titular de un derecho de crédito, a su vez, con dos características.

En primer lugar, que el derecho de crédito citado tenga un valor mínimo determinable en cualquier momento. En segunda instancia, que sea un crédito exigible y realizable, y que esté garantizado por una hipoteca o un derecho real de garantía o gravamen, habiéndose cumplido todos los requisitos legales para la constitución de estos últimos, y que facilite la recuperación del crédito hasta el valor del bien que garantiza sin ninguna merma. Por tal circunstancia, se exige una comprobación y diligencia previa de la exigibilidad directa o por ejecución de la garantía. Con relación a estos activos, la determinación de los activos físicos en garantía contribuirá al cálculo del colateral hasta el menor del 70 por 100 del valor de los mismos o al principal de los gravámenes.

En tercer lugar, para el caso de los activos en garantía de carácter físico, se exige que existan normas de valoración como elemento de referencia determinante del potencial valor del colateral, así como que estén registrados en un registro público. Para los activos que sean exposiciones al sector público, se valorará su solidez tributaria y el sometimiento a control público.

A estos últimos, también se les requiere una sobregarantía del 10 por 100, así como el que sean empresas públicas que presten servicios públicos esenciales, sujetas a supervisión y que

tengan capacidad de generar ingresos. Claramente, la norma busca una certeza del colateral y de los flujos del subyacente o del riesgo de crédito público, evitando subterfugios de financiación de déficits públicos que trastornen el objetivo fundamental de la norma y rebajen la cualidad de los CB.

Cara a reforzar la consistencia y la liquidez de esta categoría de bonos, se admite hasta un 10 por 100 de activos de sustitución, amparando los valores de renta fija pública emitida por Estados o por el ICO, cédulas admitidas a negociación en un mercado, si bien no emitidas por el propio emisor, valores de Fondos de Titulización y valores de renta fija.

6. Mercado secundario

En el Título V del Libro I del RDL, se incluyen dos disposiciones en materia de mercado secundario de los bonos garantizados, relativos a la transmisión, que sí es propia del título, y otra disposición referente al uso de los bonos en las reservas obligatorias de distintas entidades financieras.

En cuanto al primero, y visto desde la perspectiva de la circulación de los valores, se parte del principio de transmisión sin restricciones en el tráfico mercantil por cualquiera de los medios admitidos en derecho, sin necesidad de intervenir fedatario público, como ya era regla en la normativa vigente. Pero lo que es más importante es que no hay que notificar al deudor del activo que sirve como garantía en ningún caso, evitando así problemas como ha concurrido con las legislaciones autonómicas que lo han introducido para los créditos titulizados. Esto no estará potencialmente exento de un riesgo similar en este caso de activos donde las Comunidades Autónomas han entrado a legislar en la materia. Esta disposición anterior, se completa con el reconocimiento de ser valores negociables aptos para ser negociados en cualquier tipo de mercados, en consonancia con las previsiones de la legislación general en materia de mercados de valores. Finalmente, se completa el precepto disponiendo la posibilidad de adquirir sus propios CB por los emisores o por entidades de su grupo, si bien seguramente en el desarrollo reglamentario se deberán concretar en línea con las previsiones hoy vigentes ciertos límites sobre este particular.

Se cierra el Título con una norma colateral y complementaria, relativa al uso de los CB como activos aptos para cierto tipo de coberturas o coeficientes de inversión de entidades financieras sometidos a supervisión prudencial, como los relativos a: cobertura de provisiones técnicas para compañías de seguros, las de Fondos de Pensiones, las de Fondos y Sociedades de Inversión y, por último, la del Fondo de Reserva de la Seguridad Social. No deja de ser una constante histórica estas previsiones demostrativas de la entidad en términos de riesgo de crédito de este tipo de activos financieros, y su virtualidad para cumplir este fin de ser activos aptos para los coeficientes de este tipo.

VI. Supervisión de los covered bonds

En línea con las previsiones de la Directiva, la estructura de supervisión de los CB tiene, por definirlo de algún modo, un doble escalón, según se contempla en los artículos del RDL. En primer término, lo que se podría denominar como «control interno», instaurado en sede de la propia entidad emisora; y, en segunda instancia, un control público externo desarrollado por el supervisor, en nuestro caso el Banco de España. Este sistema de control redundante en beneficio de este tipo de activos, por cuanto refuerzan la confianza del inversor en la buena gestión de la garantía que respalda el riesgo de crédito de los presentes valores. No podemos dejar de resaltar que la delimitación y protección de la cobertura de los bonos, llegando al extremo de su segregación en caso de insolvencia o resolución, es una de las piezas esenciales del régimen de los CB.

Al amparo de la opción conferida a los Estados Miembros en el art. 13 de la Directiva, en el Título VI del Libro Primero del RDL, en sus artículos 30 y siguientes, se estatuye el denominado «órgano de control del conjunto de la cobertura». A tal fin, en el citado precepto se obliga a la entidad emisora de los bonos a designar un órgano de control de la cobertura de cada programa. Actúa en la doble función de preservar los intereses de los tenedores de los bonos, por una parte,

y, de otra, se le obliga a efectuar un seguimiento del conjunto de la cobertura.

Las funciones que se le encomiendan son de suma importancia para la definición y delimitación de los activos que integran el colateral, en lo que concierne a su exigibilidad y realización de los derechos de crédito dimanantes de los mismos en garantía desde el momento de su inclusión. Es una función esencial para los privilegios de todo orden que se confieren a los CB. Una función complementaria, pero determinante, es velar por el cumplimiento del colchón de liquidez y su actualización permanente. Todo ello completado formalmente con un perfecto registro de todos los activos que permitan controlar la evolución de mercado y el riesgo que les pueda afectar en dicha sede. En la delimitación del perímetro de cobertura, se le atribuye la esencial facultad de actualizar y autorizar la composición permanente del activo y velar por el cumplimiento de las reglas de elegibilidad. Sin duda alguna, representa un paso fundamental y positivo frente al esquema más bien diluido, dentro de las premisas de control por la entidad emisora contempladas en la legislación vigente hasta el momento.

Lo que se admite es que pueda ser externo a la sociedad emisora, si bien para tal función se establecen limitaciones a auditores de la entidad en un tiempo determinado, alguien vinculado a ella, o sus accionistas significativos. A las reglas anteriores, se le añaden unos requisitos de honorabilidad y aptitud de similar orientación a los que se exigen para desarrollar actividades financieras. No obstante, se permite que sea un órgano interno de la entidad emisora, si bien sujeto: en primer lugar, a que tenga una independencia de las unidades gestoras de los activos, tanto a nivel operativo, como comercial o de control de riesgos. De igual modo, se predica que debe de tener una posición interna y medios suficientes para desarrollar autónoma e independientemente sus cometidos, para lo cual se requiere que sea designada por el órgano de administración de la entidad como determinación de su importancia organizativa. A fin de cumplir las funciones esenciales que se le atribuyen en la norma, está en el artículo 32 le faculta para solicitar a la entidad emisora todo tipo de información y requerimientos con la finalidad de dar cumplimiento a su función. En igual sentido, se le insta a que comunique de modo inmediato y fehaciente a la entidad cualquier vicisitud advertida en el ejercicio de sus competencias, y, al final del ejercicio, se precisa que el Banco de España debe recibir las comunicaciones llevadas a cabo en el cumplimiento de sus funciones. Como se puede apreciar, es un control interrelacionado con la entidad y con el propio supervisor. En esa línea también se explica la determinación de que realice un informe semestral el órgano de control, sea interno o externo, al órgano de administración, para que este pueda valorar y decidir cualquier cuestión en orden a la ejecución de la política de cumplimiento de las disposiciones en la materia. De igual modo, se le otorgan funciones de coordinación con los órganos del concurso o de resolución para hacer valer el régimen de los activos en dichas sedes excepcionales. Tiene todo el sentido, como veremos a continuación, por la operativa de segregación que es una de las connotaciones esenciales del colateral predefinido.

En línea con las previsiones que, sobre «supervisión pública», contiene el Título III de la Directiva, que determina la obligatoriedad de contar con un sistema público de supervisión en cada Estado Miembro, nos encontramos con el bloque normativo contenido en el RDL, en sus artículos 33 y siguientes. En primer término, se señala al Banco de España como autoridad supervisora pública del sistema de emisión de los CB, lo cual no es una novedad, por cuanto ya lo venía siendo en el marco del régimen hasta el momento vigente. Ello no empece para que la propia norma señale y precise las funciones de la CNMV en materias propias de su competencia, como es lo concerniente a la comercialización y negociación en mercado de estos valores negociables.

En línea con lo que se contiene en el artículo 19 de la Directiva, se predispone la necesaria autorización de los programas de CB por parte del Banco de España, «*ex ante*», o mediando autorización administrativa previa del supervisor. A este fin, se requiere que el emisor cumpla con los requisitos antes señalados de existencia de un órgano de control, así como que presente el impacto en solvencia y en términos de financiación, e incluso de resolubilidad. También se obliga a presentar el folleto informativo a someter a la CNMV, y la demostración del cumplimiento de todos los aspectos de orden interno para la gestión y seguimiento de la evolución de la cobertura. Por todo ello, también se obliga a reportar trimestralmente al supervisor sobre la situación y

cuestiones vinculadas con la delimitación y gestión del colateral, el funcionamiento de los órganos de control sea interno o externo, y cualquier otro aspecto del que el Banco de España quiera recabar información a los efectos de ejecutar sus competencias administrativas.

Como complemento al régimen de supervisión, se atribuyen, en línea con el enfoque supervisor, un conjunto de facultades de control, investigación y sanción para velar por el cumplimiento de las disposiciones en la materia, como mayor garantía de la protección de los inversores, y, muy en particular, si llegara el caso de situaciones de insolvencia y resolución. Incluso, se dispone la facultad excepcional de que el Banco de España inste a las propias entidades a modificar sus sistemas de control y gestión del riesgo y del colateral para asegurar el cumplimiento de las previsiones normativas. Como cláusula de cierre de este campo normativo, se obliga a que el Banco de España mantenga una actualizada web con información y prescripciones en la materia, tanto en materia de normas aplicables, lista de emisores, y relación de CB emitidos y vivos. Y, asimismo, en línea con lo que vamos a tratar sobre situaciones concursales y de resolución, encontramos el artículo 39 sobre obligaciones de cooperación del Banco de España con los órganos del concurso, y muy en particular con el FROB, suministrando información al respecto a otras autoridades competentes de otros Estados de la UE y a la EBA y a ESMA.

VII. Concurso y resolución de entidades emisoras

El Título VII del Libro Primero del RDL sobre el «concurso o resolución» de la entidad emisora, trae su causa de ciertas previsiones que podemos calificar de esenciales en cuanto a las disposiciones que dispone la Directiva como elemento fundamental de los CB, y que viene representado por las normas que protegen o salvaguardan la independencia jurídica y material del «pool de cobertura» en casos de insolvencia o resolución de una entidad de crédito emisora. Ahora bien, creemos que, aunque tiene recorrido teórico el tema, la realidad demuestra que el concurso de una entidad de crédito, al menos de las de una mínima dimensión, no deja de ser una realidad más teórica que práctica, pues el mecanismo al que se acudirá como salida o solución a la situación de insolvencia son las medidas de resolución. Este es un tema que requiere un análisis más detallado y de filosofía legal, pero que no viene al caso ahora dentro del presente trabajo. No por ello, no queríamos dejarlo de mencionar para que se advierta la realidad de la situación en el contexto normativo. Los riesgos que genera una entidad de crédito hacen que su solventación tenga más lógica operativa y de curso legal a través de los sistemas de resolución (22) .

Ahora bien, al efecto del trabajo vamos a abordar las dos situaciones que contempla el RDL sobre la pauta delimitadora que fija la Directiva al reglar el doble recurso que caracteriza a los CB, y, muy en particular, la cualidad que se requiere de que, en caso de insolvencia o resolución de la entidad emisora, se establezca un derecho de crédito privilegiado sobre el principal e intereses de los valores como tal, en primera instancia, y que, en caso de que no pueda saldarse por dicha vía, en la parte no atendida se goce de un crédito contra la masa patrimonial similar a la de los acreedores ordinarios no garantizados. Asimismo, reforzando la consistencia financiera y legal de los CB, hay que tomar en consideración la inmunidad a la quiebra, de modo tal que la situación de insolvencia no genere una aceleración automática del vencimiento de estos bonos. Y, además, hay que contemplar las previsiones del art. 12 de la Directiva cuando en la letra c) se prescribe que los activos de cobertura gocen de protección frente a terceros en caso de insolvencia o resolución hasta que se satisfaga el principal e intereses, así como las garantías de las que dispongan.

Con esas premisas generales como punto de partida, el RDL señala que este bloque normativo se aplica en caso de resolución o de concurso ordinario, si bien la experiencia demuestra que será lo primero lo que prime, pues mediante la resolución y sus mecanismos se evitará llevar a concurso a una entidad de crédito, aunque sea de entidad menor.

Lo trascendental es que se ordena el proceso para el supuesto que concurra el presupuesto de hecho de una situación de insolvencia que active ambas alternativas. De ahí que en el art. 40.1, punto segundo, se prescribe con toda lógica que, una vez abierto el procedimiento, tanto el FROB como el juez se ven obligados a solicitar al órgano de control de la cobertura de la entidad emisora

una certificación del perímetro del colateral con la finalidad de delimitar y proteger la cobertura en estas situaciones o procesos excepcionales. Lo importante es que dicha comunicación no restringe ni paraliza el funcionamiento ordinario del patrimonio separado que integra el «pool» de cobertura. Esto es esencial, en la que venimos definiendo como consistencia o segregación financiera y legal de la garantía. Por ello, se encarga de resaltar el mencionado precepto en su apartado 2 que la apertura del procedimiento judicial o administrativo de insolvencia no produce ni el vencimiento automático de los CB, ni se suspende el pago de intereses. Juega el principio de mantenimiento de la relación financiera y jurídica como en otro tipo de contratos financieros, situación que también blindará a los contratos de derivados. Bien sea el juez, bien sea el FROB, según el procedimiento, se tiene que designar un administrador especial del patrimonio separado que integran los CB, consultando al efecto al Banco de España. Aquí se evidencia la realidad subyacente, por cuanto una gestión sin el supervisor en cualquier proceso avoca a una dificultad extrema pues no resulta de recibo el que se apliquen los procesos de un concurso ordinario.

La función lógica del administrador especial es salvaguardar los derechos de los tenedores de los bonos, y, sobre todo, que se aisle el patrimonio de los efectos del procedimiento de insolvencia, ya sea judicial o administrativo. Este administrador pasa a ser la persona que gestiona el colateral como si fuera la propia entidad emisora, y por encima de la situación en que se encuentra la misma inmersa. Es el que vela por los derechos e intereses de los inversores y es parte del mecanismo estructural que justifica los privilegios de todo orden.

En sede del procedimiento particular, se determina el balance «*ad hoc*» del patrimonio, tanto por el lado de los bonos como por el del colateral y los activos de todo orden que lo integran. Aquí pueden acontecer dos situaciones. Una primera decisión, que puede hacerse en sede de resolución, o incluso en el marco del procedimiento concursal ordinario, que es la de ceder dicho patrimonio a una tercera entidad de crédito emisora de bonos garantizados. Esta modalidad en línea con los mecanismos de resolución puede ser una salida muy eficiente para los tenedores cara a mantener segura en el tiempo (23). A los efectos presentes, y cara a su control y validación, se asimila la cesión a una nueva operación de emisión y tiene toda la lógica tanto para la entidad cesionaria como en garantía de los inversores. Desde luego, si el valor de la garantía es superior a los pasivos, la vía ordinaria normal de proceder debe ser la expuesta. Pero también se puede dar el caso de que el colateral sea inferior al valor de los pasivos; en este caso, se faculta para instar la liquidación y evitar que el problema crezca en el tiempo. En ambos supuestos, la entidad emisora se mantendrá como entidad en liquidación en los registros administrativos correspondientes. Y, asimismo, se determina que, si se liquida el patrimonio separado y existe el remanente, este se llevaría a la masa común del concurso de la entidad o de la liquidación administrativa. Ello también explica la disposición del art. 45 del RDL al prescribir que la solicitud de liquidación del patrimonio origina el vencimiento anticipado de los bonos, para evitar que se sigan devengando flujos financieros, y el inicio de la liquidación para intentar allegar y atender el máximo posible de los derechos de crédito de los tenedores.

VIII. Otras disposiciones del RDL vinculadas y adicionales

1. Mantenimiento del régimen de las participaciones hipotecarias y de los certificados de transmisión de hipoteca

No podemos dejar de mencionar, por la importancia que tienen muy especialmente para la viabilidad de la titulización de créditos hipotecarios las disposiciones contenidas por necesidad legal imperiosa de mantener el régimen de estos valores negociables, y que observamos en las disposiciones adicionales primera a tercera del RDL. Era de necesaria inclusión para dar cobertura legal al régimen de las participaciones hipotecarias (PH) y de los certificados de transmisión de hipoteca (CTH) como consecuencia de la derogación de la Ley 2/1981.

En la primera, relativa a las PH, se mantiene que las entidades de crédito, y los EFC, puedan ceder mediante PH créditos hipotecarios, si bien estos valores tienen que cumplir las reglas de las cédulas hipotecarias para ser colateral de las mismas. Nada nuevo bajo el sol anterior, salvo las

particularidades introducidas en el RDL sobre las cédulas hipotecarias que pudieran afectar al subyacente de estos valores. A lo que hay que añadir las prescripciones sobre el tiempo de cesión hasta el vencimiento de los préstamos que se ceden por esta vía. En materia de título ejecutivo, se reconoce que el tenedor de la PH tiene acción ejecutiva contra el emisor o cedente del préstamo, si bien este no responde del cumplimiento del deudor, con lo cual cede el crédito en toda su dimensión si bien mantiene su administración, salvo que incumpla su gestión de recuperación y pueda el titular de la PH actuar por subrogación procesal.

Se beneficia la PH del mismo derecho de irrevocabilidad en caso de concurso del emisor, salvo que se alegue fraude de acreedores en la emisión, gozando de derecho absoluto de separación. Por tanto, como hemos indicado, se mantiene el régimen actualmente vigente en materia concursal.

Por lo que se refiere a los CTH, se mantiene el régimen de emisión de los mismos, con la particularidad esencial de que se puede instrumentar a través de ellos la cesión de créditos hipotecarios que no reúnan los requisitos para ser objeto de activo de cobertura de las cédulas, y, por ende, de las PH. Precisa también, en igual sentido que lo ahora vigente, la posibilidad de emisión de CTH por sucursales de entidades de crédito de la UE sobre inmuebles situados en España.

Ya en la disposición adicional tercera, se completa el régimen común de las CTH y PH en aspectos también ahora contemplados para destacar su vigencia, los cuales son los siguientes. Uno muy importante, a efectos de normativa de titulización de la UE y que es una novedad y de vital importancia para validar el carácter de valor negociable de ambas categorías de instrumentos, cuando sean objeto de transmisión en operaciones de titulización (24). Por tal fin, se mantiene la obligación de llevar un registro de los préstamos vehiculizados por esta vía.

Tiene también transcendencia la limitación a la comercialización a particulares de este tipo de valores por su complejidad y también por su inadecuación dado el riesgo que entrañan. Ahora bien, se limita también los créditos o préstamos hipotecarios que están comprendidos en el apartado 5 de la adicional tercera, en tanto no podrán ser préstamos susceptibles de cesión por PH o CTH.

Aunque no ha tenido mucho predicamento, por no decir ninguno, se mantienen las previsiones de poder ceder por parte de entidades de crédito y EFC de créditos con garantía de hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento, resultándoles de aplicación con las necesarias adaptaciones lo prescrito para las PH y las CTH. Esto trae causa de que se recogieron en su día.

2. Régimen transitorio para los títulos emitidos con anterioridad

De obligada regulación es lo concerniente a la situación y el régimen aplicable hasta la entrada en vigor de las nuevas disposiciones, por lo que se refiere a las emisiones anteriores. En la disposición transitoria primera, se estatuye que todo sigue igual hasta que se complete el desarrollo de la nueva normativa, de tal suerte que habrá que esperar al nuevo régimen reglamentario para completar las previsiones. Este tema ha sido uno de los más vidriosos para impedir cualquier tipo de inseguridad jurídica. Lo que es evidente es que habrá que migrar al nuevo régimen sin menoscabo alguno para los tenedores de todo tipo de títulos. Por ello, en la transitoria segunda se insta a abrir un procedimiento que delimite el colateral y que no le merme o limite en modo alguno, y que permita abrir paso y constituir en 3 meses el órgano de cobertura. Como medida de salvaguarda se determina igualmente «*ex lege*» que estos procesos en modo alguno podrán ser esgrimidos por los tenedores como supuestos para determinar el vencimiento anticipado de las emisiones vivas. Iguales previsiones transitorias son trasladadas respecto al régimen aplicable a CTH y PH, a fin de dar seguridad jurídica, sin menoscabo del potencial desarrollo reglamentario que se pueda llevar a cabo.

Lo que, a nuestro juicio, ofrece algún tipo de confusión en la interpretación, es la previsión contenida en la disposición transitoria segunda, como primer atisbo de clarificación del sentido de la disposición a la luz del texto resultante. Cuando se alude a los valores emitidos con anterioridad, se abre un proceso complicado de adaptación del colateral de los diversos CB, que puede conllevar

una cierta inseguridad a los tenedores de los valores emitidos con anterioridad y genere una cierta confusión en cuanto a la realidad del colateral afecto y el cumplimiento de los coeficientes correspondientes. Este es un tema que muy probablemente va a requerir un desarrollo reglamentario o interpretación para evitar cualquier tipo de confusión sobre los efectos y adaptación de los perímetros de cobertura de las emisiones vivas, especialmente de cédulas hipotecarias. Por tanto, la aplicación que se haga por el supervisor va a ser definitiva.

Por último, llamamos la atención de la previsión contenida en la disposición transitoria tercera con relación a la adaptación del «colchón de liquidez» por parte de las entidades con CB emitidos. De lo que se infiere de la norma es que se está esperando una adaptación de la disposición comunitaria para contemplar en el cómputo del LCR de cada entidad de crédito el concerniente a los CB vivos, y que ello puede suponer un doble cómputo, para lo cual se habilita a que el emisor ajuste el mismo, para evitar un exceso de liquidez y que sea validado por el supervisor (25) .

3. Otras modificaciones sobre el régimen de los bonos garantizados

El derecho preferente respecto a los activos del pool de cobertura de los CB, y que representa el segundo escalón de la garantía de los mismos, adicional a la responsabilidad universal del emisor, se reconoce en el último párrafo del art. 6 del RDL. Por tal circunstancia, se ha introducido en la disposición final primera del RDL dos reglas, para adaptar los artículos 1922 y 1923 del CC a fin de recoger expresamente los privilegios sobre los activos mobiliarios, inmobiliario y otros derechos reales que tienen los tenedores de CB.

Así, en el primer apartado de la disposición final primera se da nueva redacción al artículo 1922 del C.C, añadiendo un apartado 8º al precepto, incluyendo dentro de las preferencias sobre determinados bienes del emisor o deudor, a «Los créditos a favor de tenedores de bonos garantizados, respecto a los préstamos y créditos y otros activos que los garanticen» dichos valores. Esto es, tienen los titulares de los valores una preferencia o crédito privilegiado sobre los activos de todo orden mobiliario que integren la cobertura de dichos bonos.

En línea con lo antes señalado, se incluye un apartado 2, en la disposición final primera, que predica lo mismo, si bien sobre los bienes inmuebles, una modificación del apartado 6 del artículo 1923 del CC para referir el privilegio en igual medida respecto a los préstamos y créditos hipotecarios y otros activos que los garanticen, y que se integren dentro de la cobertura de los CB (26) .

Y, en correlación con la previsión antes señalada del artículo 6 del RDL en igual dirección de proteger los activos de cobertura se declara el carácter, a efectos de concurso, de créditos con privilegio especial, a los que corresponden a la titularidad de los tenedores de CB respecto a los préstamos y créditos y otros activos que los garanticen.

IX. Conclusiones y reflexiones sobre el modelo bancario y financiación del sector

Como se pone de manifiesto en el presente trabajo, la nueva normativa sobre CB significa un evidente avance en esta modalidad de financiación de los balances bancarios, y junto con otras alternativas de diversa índole por la vía de emisión de pasivos, determinan un modelo bancario de financiación contra el balance cara a lograr liquidez que permite el desarrollo continuo de la actividad crediticia (27) .

Ahora bien, en paralelo, y como una alternativa también en boga en nuestro sistema financiero, nos encontramos con estructuras de financiación bancaria por el pasivo, como puede ser la titulización de activos tanto hipotecarios como de otra índole (28) . Ya hemos visto que el RDL mantiene vigente, como no podía ser de otra manera, todo lo concerniente a los instrumentos de cesión de créditos hipotecarios vía PH y CTH, para movilizar la cartera, intentando reducir capital regulatorio para fomentar y favorecer la financiación bancaria al uso. La cesión de activos de carácter no hipotecario reviste la forma de cesión de créditos sin necesidad de acudir a vehículo o

instrumento de cesión alguno.

De todas maneras, el entorno regulatorio tanto de contabilidad como de solvencia, y la mayor presión sobre las entidades en un entorno competitivo abre paso hacia el modelo de actividad bancaria en función de su financiación. En otros mercados, con sus particularidades, se va más hacia un modelo de prestar para movilizar y liberar balance y coste de capital. En nuestro caso es un modelo más bien mixto (29). Y van a influir circunstancias de mercado, de demanda de los inversores, de naturaleza de la desintermediación y de presión y competencia de la banca en la sombra para que, sobre la base de un control de costes, se analice y valore el impacto y el coste de cada modelo con su incidencia en la estructura de financiación. Por esa circunstancia, y ya desde un punto de vista legal, la aportación que efectúa la normativa de CB y el nuevo marco que se perfila con el RDL, a falta de desarrollo reglamentario, obran en beneficio de ofrecer seguridad jurídica y eficiencia financiera para satisfacer los objetivos de refinanciación y generación de liquidez de las carteras de préstamos de diversa índole.

-
- (1)** Fecha de recepción del trabajo: 9 de diciembre de 2021. Fecha de aceptación: 21 de diciembre.

[Ver Texto](#)

- (2)** Conviene situar los antecedentes y las vicisitudes de tramitación ante la sustitución del procedimiento normativo habitual para la adopción de una norma, pues el Gobierno había iniciado un trámite de audiencia pública el pasado 25 de julio del presente año 2021. En efecto, desde el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital se sometió a consulta pública un borrador de Anteproyecto de Ley «de bonos garantizados». Era un proyecto de disposición específico para incorporar la Directiva Comunitaria 2019/2162, sobre la emisión y la supervisión de bonos garantizados. Como ponía de manifiesto la Memoria de la Consulta, la incorporación de la directiva al ordenamiento interno en la materia ayudaba a dar un paso hacia adelante al incorporarse aspectos como la creación de un órgano de control conjunto de cobertura, la creación de un régimen de supervisión en resolución o concurso, y, muy particularmente, la segregación de los activos de cobertura, concreción de la sobrecolateralización, una previsión sobre los bonos extensibles. De igual modo, se avanzaba en materia de transparencia a los inversores, y, en lo concerniente al colchón de liquidez, como medida de reforzamiento de la protección de los inversores. Y se destacaba también lo referente a la financiación conjunta de emisiones y de estructuras de emisión intragrupo. También quizás por el interés científico como precedente para entender la norma, no podemos dejar de mencionar el documento que la Secretaría General del Tesoro sacó a audiencia pública en 2014, relativo a «la mejora del marco regulatorio de los bonos garantizados». Ya se apuntaban aquí potenciales temas de discusión para actualizar la regulación de los CB en materia de: reducción de niveles de activos comprometidos, separación y aislamiento de la cartera de cobertura, actualización del valor de los préstamos de cobertura, redefinición de los activos elegibles y medidas adicionales de gestión de liquidez. Como se puede apreciar, los temas, que a lo largo del trabajo se abordarán, son las principales novedades del marco armonizados sobre CB. Y, por último, también podemos traer a escena un documento que circuló de modo informal la Asociación Hipotecaria de España, en julio de 2020, dentro del marco preparativo de la disposición, relativo a una «Nueva posible Ley del Mercado Hipotecario». Esta iniciativa estaba referida en exclusiva a un nuevo marco legal de los valores del mercado hipotecario, siendo insuficiente para trasponer el resto de la normativa sobre bonos garantizados no hipotecarios.

[Ver Texto](#)

- (3)** A modo de ilustración del régimen general sobre los «onos garantizados», *vid.* MURILLO GARCIA, URBANO, «Los bonos garantizados: características, armonización de la regulación en la UE y situación en España.» En *Revista del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores*, número 54/2018, págs. 1 y ss.

[Ver Texto](#)

- (4)** Como se señala en los Expostivos de la Directiva, hasta el momento, solo se regulaba en sede normativa comunitaria, en lo concerniente a las condiciones para invertir en ellos a través del Reglamento 575 y de la Directiva 2009/65, entre otras normas, pero se carecía de un régimen armonizado en materia de emisión y supervisión que homogeneizara la diversidad normativa en la materia en los países de la UE. Y

al elemento o efecto jurídico, se añade el efecto económico o de estabilidad financiera, por la importancia que representan este tipos de instrumentos financieros como vía de financiación de los balances de las entidades de crédito. En la historia de la gestación normativa, un documento que es de gran utilidad para el entendimiento y el análisis de los orígenes del nuevo marco regulatorio, es el «EBA Report on EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment», de diciembre de 2013. En este documento la EBA, a petición de la Comisión, hace un concienzudo estudio de la situación normativa en los Estados Miembros, avala la dispersión y la heterogeneidad legal y propone ya en origen muchos de los aspectos que considera esenciales para el nuevo marco jurídico de los CB en la UE.

[Ver Texto](#)

- (5) Como bien se recoge en el Expositivo 5 de la Directiva, el nuevo esquema legal debe de redundar en un desarrollo fluido y continuo del mercado de bonos garantizados, por cuanto la dispersión normativa desfigura la percepción del riesgo de crédito que entrañan las diferentes categorías de CB presentes en los mercados de los diversos Estados Miembros. Cuanto mayor percepción de estabilidad y homogeneidad normativa, mayor potencial confianza y respaldo pueden suponer este tipo de instrumentos financieros para los inversores, pues integra una garantía y un refuerzo en los mecanismos de financiación de las entidades de crédito, ya que es unamodalidad de financiación que se les reserva en exclusiva por el esquema de supervisión y solvencia que las cualifica. Estos dos elementos son el fundamento y los pilares que amparan y sostienen un régimen excepcional en materia de solvencia y en las facetas concusarles o de resolución.

[Ver Texto](#)

- (6) Sobre la situación a nivel europeo en el mercado de covered bonds, *vid.* O'KEEFE, GUY, CORLEY. EMMA and BEEJAY, ANDREW, «Recent developments in the European covered bond market», Thomson Reuters, 2017, practical Law UK articles, págs 1 y ss.

[Ver Texto](#)

- (7) Tomando como punto de análisis de propuestas de regulación el informe de la EBA de 2013 antes mencionado, se efectuaban ya en dicho documento los apuntes y propuestas necesarias para mejorar el tratamiento a efectos de solvencia, a la luz de las nuevas premisas normativas que reforzaban el marco legal y de riesgo financiero de los covered bonds, muy en particular en materia de segregación, doble escalón, y transparencia, así como en la definición del perímetro de cobertura. Como se puede advertir, el punto de partida de la definición de la diversa tipología de covered bonds está en las premisas del artículo 129, entre otros, del Reglamento 575.

[Ver Texto](#)

- (8) No hay que olvidar que, aunque el marco de la legislación del mercado hipotecario, contenido en la Ley 2/1981, ha sido el que bien se podría denominar régimen supletorio para el resto de activos, por lo que concierne a los bonos garantizados de cédulas territoriales y bonos y cédulas de internacionalización, surgieron en normas específicas, en 1998 y en 2013, como una respuesta a las necesidades de refinanciación de créditos de naturaleza pública o vinculados al sector exportador de las entidades de crédito españolas, así como algunos desarrollos reglamentarios. Los primeros quedan derogados expresamente en el RDL, y los segundos, se mantendrán vigentes, si bien a la espera de la reordenación de la regulación reglamentaria posterior.

[Ver Texto](#)

- (9) Como se pone de manifiesto en el magnífico trabajo de MADRID PARRA, A, «El Mercado Hipotecarias (EEUU-España) publicado por el Banco Hipotecario de España en 1988, la legislación de 1981 marca un importante hito en la historia de la financiación hipotecaria y en la creación de un auténtico mercado de movilización de créditos hipotecarios, sentando las bases de una legislación financiera acorde con la evolución del sistema financiero español y siguiendo a tal fin los cánones de mercados hipotecarios más desarrollados tanto en Europa como en USA. Merece especial mención el estudio que se hace del mismo en las págs. 377 y ss de las bases legales y principales aspectos normativos de la Ley 2/1981 y de lo que luego ha sido su desarrollo reglamentario, integrado, principalmente, por el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, modificado con posterioridad parcialmente en 2009, por el Real Decreto 716/2009. Si se quiere profundizar y completar el estudio de los precedentes normativos desde el origen de la regulación del mercado hipotecario español, otra publicación de notable interés es AA.VV, «El Mercado hipotecario español, situación actual y proyecto de reforma», publicado en 1991 por FEDEA. En esta obra se actualiza la reflexión sobre la situación y perspectivas de reforma de la legislación de mercado hipotecario, haciéndose una especial consideración de las posibilidades que se abrían con la legislación sobre titulización hipotecaria a estos efectos.

[Ver Texto](#)

(10) Cara a ver datos cuantitativos, se puede consultar el interesante análisis que se efectúa sobre dicho particular en el trabajo de ALONSO VENTAS, A y MARQUES SEVILLANO, JM, «Los Bonos Garantizados las titulaciones; situación actual y perspectivas futuras», en Banco de España, Revista de Estabilidad Financiera, págs. 93 y ss.

[Ver Texto](#)

(11) Ciertamente, en el Anteproyecto se hacía mención en el apartado 2 del artículo 1 a la posibilidad de que las sucursales de entidades de crédito no pertenecientes a países de la UE emitiesen en España bonos garantizados. Por lo que se refiere a los EFC, con la redefinición que se dio a los mismos como entidad financiera no de crédito en el RD 309/2020, de 11 de febrero, sobre el régimen jurídico de los EFC.

[Ver Texto](#)

(12) Esta precisión obraba en el artículo 14 de la Ley 2/1981, cuando determinaba en su inciso final del párrafo primero de dicho precepto la alusión a que las cédulas emitidas tenían el misma prelación sobre los préstamos y créditos que las garantizan, así como sobre los activos de sustitución y los flujos resultantes de los contratos de derivados financieros vinculados a las emisiones. Es una regla especial que prima sobre la previsiones del Código de Comercio.

[Ver Texto](#)

(13) Una cuestión que se recogía en el Anteproyecto y que ha sido ahora redefinida en el texto aprobado del RDL es la referente a la previsión contenida en el precepto comentado, en su apartado 2. Como decíamos antes se predicaba, en línea con lo que se recogía en la Ley 2/1981, que sin menoscabo de la responsabilidad universal de la entidad emisora, como venimos señalando al albur de la estructura de doble escalón de responsabilidad, concurría una garantía sobre el capital y los intereses devengados, por « hipoteca sobre la totalidad de los activos que integran el correspondiente conjunto de la cobertura». Esta previsión legal, que ahora, al ser un régimen general tiene mucho menos sentido, pues todavía cuando daba cobertura a activos con garantía hipotecaria pudiera haber algún fundamento mayor, ahora al abarcar a todos los CB, se desvanecía aún más. De ahí que, en línea con lo que habían señalado algunos autores como MADRID PARRA, A, ob.cit págs 647 y ss, tiene más sentido de hablar de privilegios en sede de prelación de créditos, conforme al régimen adaptado del C.c, en la nueva redacción del RDL, que de una auténtica hipoteca legal, por el desajuste material que la definición legal comportaba.

[Ver Texto](#)

(14) Un artículo muy interesante a este particular, para valorar la función y esencia de las garantías de todo tipo en el mercado es el de VEIGA COPO, ABEL B, « Eficiencia y función de la garantía», en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, número 162 de 2021. El autor efectúa un repaso de la función económica y legal de las garantías en un sentido muy amplio, y que cobra especial relieve en el campo de estudio que estamos analizando, por cuanto ofrece luz para analizar el espectro de las garantías de todo orden que concurren en el perímetro de cobertura de los activos financieros que estamos analizando. De ahí que la naturaleza jurídica que se proclame, tenga un notable interés a efectos de la eficiencia y eficacia de la ejecución potencial de un garantía en una situación extrema. Ahora bien, no podemos dejar de considerar que nos hallamos ante valores emitidos por entidades de crédito supervisadas y con una configuración jurídica que les aleja de situaciones excepcionales de concurso o resolución. Este matiz cobra especial relevancia para advertir la importancia de preservar el perímetro de colateral al margen de las vicisitudes legales de todo orden.

[Ver Texto](#)

(15) Como hemos señalado, esta previsión introduce una magnífica posibilidad de estructurar el colateral de los bonos garantizados por esta vía, en línea con el privilegio concursal que se predica, por *mor* de normas comunitarias y de las reglas del RDL 5/2005, En estos términos, *vid.* entre la abundante doctrina, CARRASCO PERERA, A., en *Diario la Ley* números 8145 y 8168 sobre «entidades y activos financieros elegibles en el régimen de garantías financieras», de septiembre y octubre de 2013.

[Ver Texto](#)

(16) Precedentes encontramos en la Ley 2/1981, en su artículo 11, cuando contemplaba esta posibilidad, así como en el desarrollo reglamentario, si bien tenían un cariz más contractual sin más limitaciones. Por otro lado, no dejan de tener un cierto componente de mecanismos de actuación temprana con la finalidad de evitar situaciones de impago en el ámbito de la resolución conforme a ciertas premisas que se

contemplan en la Ley 11 /2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito.

[Ver Texto](#)

(17) Sobre este particular, *vid.* AA.VV. FEDEA, *op cit* págs. 127 y ss.

[Ver Texto](#)

(18) Se está refiriendo en primer término, como señala la letra a) del 129.1 del Reglamento 575, a exposiciones frente a administraciones y bancos centrales del SEBC, entes del sector público, y administraciones regionales o autoridades locales de la UE, o garantizados por ellas. Y, en la letra b) de dicho precepto siguiendo una línea de riesgo público para casos de terceros países no UE, bancos multilaterales de desarrollo o garantizadas por estos, y otras exposiciones frente a riesgos de sector público similares que se predeterminan en dicho precepto.

[Ver Texto](#)

(19) Así se contemplaba en el artículo 18 de la Ley 2/1981 y en el desarrollo reglamentario de la misma.

[Ver Texto](#)

(20) Como ya hemos indicado con anterioridad, son riesgo sector público tanto UE como no UE.

[Ver Texto](#)

(21) *Vid.* como apunte doctrinal RAVINA, P, en «Foro de Actualidad» de Uría Menéndez, año 2013, «Instrumentos de Refinanciación de activos bancarios vinculados a la internacionalización.».

[Ver Texto](#)

(22) Ha habido mucha literatura doctrinal sobre la materia. Y sumamente interesante, especialmente a efectos de determinación de los tenedores de los bonos garantizados durante un potencial concurso. Así, AZOFRA VEGAS, FERNANDO, «El tratamiento de las cédulas y bonos hipotecarios en el concurso», en *Revista de Derecho Mercantil*, número 257/2005, o el trabajo de RECALDE CASTELLS, A., «Comentario a la disposición final de la Ley Concursal», en AAVV. *Comentarios a la Ley Concursal*. En este tipo de trabajos se venía a destacar la situación de acreedores con privilegio especial en fase de concurso. Pero realmente, como venimos señalando, la clave es que los privilegios que se otorgan a los tenedores de los bonos no se vean afectados en caso de una situación de resolución, que es donde seguramente tiene en los presentes momentos más interés, pues difícilmente en la situación actual de cocentración bancaria, una medida de resolución será la salida a un potencial situación de insolvencia de una entidad de crédito.

[Ver Texto](#)

(23) Como se puede advertir, esta previsión es de idéntica índole a la contemplada en la Ley 11/2015, de recuperación y resolución, cuando al regular los denominados instrumentos de resolución, se contempla la cesión de una parte del patrimonio de la entidad en resolución a una sociedad gestora o a un tercero. Tiene toda su lógica en el caso presente para evitar cualquier tipo de incidencia o limitación fruto de uno de los dos procedimientos excepcionales de concurso o resolución. *Vid.* Sobre este particular, DE GIOGIA CARABELLESE, PIERRE, en «Insolvencia e instrumentos de resolución bancaria», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Número 31 de 2019.

[Ver Texto](#)

(24) A los efectos de despejar cualquier tipo de duda que impidiera la cesión de créditos hipotecarios via PH o CTH a un Fondo de Titulización, dada la particularidad de nuestro sistema de movilización de créditos hipotecarios para evitar la inscripción registral si se hubiera seguido las pautas legales normales en este tipo de transmisiones conforme a la Ley Hipotecaria, era que no se vulneraba la limitación contenida en el Reglamento 2017/2402, sobre el marco general de titulización. Efectivamente, en dicha norma comunitaria, se dispone en el último párrafo del artículo 20.8 que para casos de titulizaciones STS « las exposiciones subyacentes no incluirán valores negociables, tal y como se definen en el artículo 4, apartado 1 punto 44 de la Directiva 2014/65/UE, distintos de los bonos de empresa, siempre que no coticen en centros de negociación». Lo que se está intentando limitar con la norma es que las titulizaciones de máximo nivel o STS sean una especie de vehículos que integren un riesgo indirecto o subtitulizaciones. Se quiere que las exposiciones se cedan de modo directo, que es lo que ocurre en nuestro régimen de PH y CTH, que son meros instrumentos para arbitrar la cesión individual de los préstamos hipotecarios en balance de la entidad cedente. Por tal circunstancia, el precepto comentado clarifica el carácter de valor negociable si se emite en masa o en serie. Se utiliza la terminología clásica

de nuestra legislación de emisiones de que sean valores susceptibles de negociación en un mercado, que no es el caso por las connotaciones jurídicas que subyacen en el planteamiento legal en tanto que no dejan de ser un instrumento jurídico que acredita la cesión del crédito hipotecario, evitando en nuestro sistema hipotecario y registral el ser objeto de inscripción registral y por tanto con consecuencias fiscales y arancelarias. No está de más, por tal situación, el que el RDL clarificara este aspecto que sobreolaba un potencial problema jurídico para estructurar las titulizaciones hipotecarias en España en particular.

[Ver Texto](#)

- (25)** Sobre el contenido y el régimen particular del LCR, *vid.* sobre este tema DEPRES, MARIO; VILLEGAS, ROCIO Y AYORA, JUAN, en « Manual de Regulación Bancaria en España», págs. 454 y ss.

[Ver Texto](#)

- (26)** *Vid.*. Sobre la naturaleza y contenido de estos privilegios GULLON BALLESTEROS, ANTONIO, en Comentarios al Código Civil del Ministerios de Justicia, Edición de 1991, sobre artículos 1922 y 1923, págs. 2066 y 2067.

[Ver Texto](#)

- (27)** Sobre este particular, hay un artículo muy interesante a destacar que plantea este tipo de disyuntiva, y que viene a comparar la situación durante los años de la crisis de 2008 y posteriores el rol que han jugado en la financiación bancaria los covered bonds y la titulización.

[Ver Texto](#)

- (28)** Se puede traer a colación un artículo interesante para ver esta perspectiva comparativa como es el de RAMOS VILLAR, IGNACIO, « La titulización como mecanismo de transmisión y redistribución de riesgos. Aproximación jurídica», en Revista de Derecho Mercantil, número 256/2005, págs. 1 y ss.

[Ver Texto](#)

- (29)** En esta línea de análisis comparativo para delimitar modelos de negocio y sistemas de financiación *vid.* « Securitization, Structured Finance and Covered Bonds», artículo de 2013 en Journal of Corporate Law de 2013, págs. 140y ss, abre este debate sobre las posibilidades de refinanciación bancaria y sus condicionantes.

[Ver Texto](#)