



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Análisis del marco jurídico español y de la Unión Europea sobre métodos de financiación alternativa

Autor: Bryce Ramón García Villanueva
5º E3 B
DERECHO MERCANTIL

Tutor: Bruno Walter Martín Baumeister

RESUMEN

Tras una década donde ha permanecido en un segundo plano por el impacto reputacional negativo que tuvo sobre ella la crisis del 2008, la reactivación de las titulaciones de activos y su mercado es una de las tareas pendientes en el marco legislativo europeo. La titulación, instrumento financiero a través del cual se permite a los titulares de derechos de cobro futuros sobre deudas pendientes obtener una liquidez presente mediante la emisión de títulos en el mercado secundario. Especialmente ante situaciones de incertidumbre financiera y ante un encarecimiento de la financiación bancaria, la titulación se posiciona como una fuente de financiación alternativa que en España es prácticamente ignorada por las entidades, con salvedad del sector bancario.

El presente trabajo pretende acometer una aproximación de las titulaciones como un instrumento de gran utilidad para el sector privado, así como perseguir un análisis del marco normativo español y europeo a través del análisis de los correspondientes cuerpos legislativos, con la intención de buscar las deficiencias y puntos fuertes que afectan a su mercado.

PALABRAS CLAVE

Titulación, Entidad Financiera, financiación alternativa, Agencia de Calificación, activo financiero y activo hipotecario.

ABSTRACT

After more than a decade in the shadows after its downfall at the brink of the 2008 financial crisis, the reemergence of the market for securitizations has been one of the pending assignments of European legislators. Securitizations are a financial instrument that allows holders of future collection rights on outstanding debts to obtain immediate liquidity through the emission of bonds in the secondary market. Especially when in circumstances of financial uncertainty and upon an appreciation of financing costs, securitizations are an alternative source financing that in Spain has been ignored by entities, with the exception of the banking sector.

This thesis approaches securitization as a highly valuable tool for the private sector, and conducts an analysis of the Spanish and European regulatory framework by examining the corresponding legislative bodies. The intention is to identify deficiencies and strengths that affect the securitization market and how these will evolve in the future.

KEY WORDS

Securitization, Financial Institution, alternative finance, Rating Agency, financial asset, and mortgage asset

ABREVIATURAS

ABE: Autoridad Bancaria Europea

ABS: *Asset Backed Securities*

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados

CDO: *Collateralized Debt Obligations*

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

CSBB: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

IOSCO: Organización Internacional de Comisiones de Valores

LFFE: Ley de Fomento de la Financiación Empresarial

TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea

UE: Unión Europea

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 2. APROXIMACIÓN A LAS TITULIZACIONES	6
1. CONCEPTUALIZACIÓN	6
2. ORIGEN Y ANTECEDENTES DE LAS TITULIZACIONES	9
3. TIPOS DE TITULIZACIÓN	11
3.1. Categorías de titulaciones	12
3.1.1. Titulaciones de flujos de caja	13
3.1.2. Titulaciones sintéticas	14
3.1.3. Titulaciones a valor de mercado	15
3.2. Tipos de titulaciones	16
3.2.1. <i>Assets Backed Securities (ABS)</i>	17
3.2.2. <i>Collateralized Debt Obligations (CDO)</i>	18
4. ELEMENTOS ESENCIALES	18
4.1. El fondo de titulización	18
4.2. Partes involucradas	20
4.3. Documentación necesaria	22
5. COMPLEJIDAD DE LAS TITULIZACIONES	24
CAPÍTULO 3. MARCO NORMATIVO APLICABLE	26
1. PARTICIPACIÓN NORMATIVA NACIONAL	27
1.1. Legislación nacional	27
1.1.1. <i>Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo, por la que se establecen los requisitos a los que deberán ajustarse los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la Financiación Empresarial</i>	27
1.1.2. <i>Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial</i>	28
1.2. Circulares y Documentos de Trabajo de la CNMV	30
1.1.1. <i>Circular 2/2016, de 20 de abril, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización</i>	30
2. PARTICIPACIÓN NORMATIVA SUPRANACIONAL	32
2.1. Organizaciones Internacionales	33
2.1.1. <i>Fondo Monetario Internacional</i>	33
2.1.2. <i>Organización Internacional de Comisiones de Valores</i>	37
2.1.3. <i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	40
2.2. Unión Europea	43
2.1.1. <i>Participación legislativa</i>	43
CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES	47
BIBLIOGRAFÍA	52

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

Mediante el presente trabajo se persigue un objetivo doble: (i) aproximar al lector al mercado de las titulaciones y arrojar luz sobre un instrumento financiero criminalizado por las masas sociales pese a sus múltiples ventajas y oportunidades, y (ii) analizar el marco normativo actual en España y la UE, especialmente en lo que respecta a las novedades posteriores a la crisis financiera. Las últimas reformas legislativas tanto mediante normas de producción interna como a raíz de Reglamentos de la UE han ido en la dirección de fomentar la titulación como un método de financiación alternativa en persecución de reducir la dependencia en la financiación bancaria.¹

La titulación de activos son una serie de operaciones financieras que consisten en la emisión de una serie numerada de títulos que se respaldan por una cartera de activos no negociables o de una liquidez muy baja como, por ejemplo, préstamos bancarios respaldados por una hipoteca, créditos al consumo a corto plazo o bonos. La naturaleza de la actividad de las entidades financieras hizo que naturalmente, fuesen uno de los principales originadores de operaciones de titulación de activos, al contar en sus balances con un gran volumen de activos por créditos concedidos a sus clientes, en muchos casos siendo estos de muy dudoso cobro. De esta forma, se permite a las entidades financiera difundir el gran riesgo que soportan en sus cartera.^{2 3}

El auge de las titulaciones en el mercado español, europeo y mundial fue tan veloz como su posterior caída en el año 2008 provocada por la crisis financiera y crediticia. Es imposible, y también desaconsejable, desasociar las causas de esta crisis de las titulaciones en sí. El sistema económico mundial se desestabilizó por una regulación que confiaba demasiado en las partes beneficiarias y que era incapaz de controlar y proteger a la vez un mercado que conllevaba un riesgo de tal envergadura. No se supo, o los intentos por lograrlo fueron insuficientes, balancear las necesidades de protección de los usuarios y el fomento de la inversión que impulsara la economía. Desde entonces, con el fin de

¹ García Mandaloniz, M., “Titulación de préstamos participativos garantizados: una vía (conjunta) para dinamizar la financiación de las PYMES”, Revista de Derecho Mercantil nº 248/2003, Editorial Civitas, 2003.

² Losada López, R., “Estructuras de Titulación: Características e Implicaciones para el sistema financiero”, Monografía nº 14 de la CNMV, 2006, pp. 107-108.

³ Arenillas Lorente, C., “Clausura de las VII Jornadas de Titulación , organizadas por Ahorro y Titulación”, 2007.

evitar futuras crisis como la sufrida en 2008, se ha acometido un proceso de reforma de la regulación aplicable tanto a nivel estatal como supranacional para mejorar la legislación del mercado bancario y de valores.⁴

La crisis económica en el año 2008 resaltó aquellas prácticas crediticias y financieras que habían llevado a tal situación. Sin embargo, hasta el momento la titulización de activos no se veía como una potencial amenaza hacia la estabilidad financiera. Entre las principales deficiencias, se encontraban: (i) la gestión por parte de entidades de gestión de créditos, (ii) las prácticas titulizadoras, (iii) los servicios de calificación del crédito y, en general, la actividad de las agencias de calificación, (iv) el comportamiento de inversores y (v) la actuación de supervisores nacionales.⁵

Pese a los recientes avances a nivel normativo por parte de los legisladores y el mayor control que se ejerce por parte de los supervisores para controlar la actividad de tanto las entidades de gestión como los inversores y las propias entidades bancarias, el colapso absoluto del sistema ha generado un estigma negativo por parte de la sociedad hacia las titulizaciones y las partes involucradas. Esto ha provocado el oscurecimiento de la titulización, ocultando muchos de sus beneficios que en una situación económica como la actual podría tener un papel importante en la reactivación de la economía tras la pandemia por el COVID-19.⁶

Si bien es cierto que los principal operadores y beneficiarios de las estructuras de titulización han sido tradicionalmente las entidades financieras, la flexibilidad y ventajas ofrecidas por las titulizaciones pueden ser igualmente aprovechadas por entidades no financieras que, por su objeto y operaciones, cuentan en sus balances con un número importante de facturas pendientes de cobrar – siendo especialmente interesante para aquellas calificadas de dudoso cobro – o derechos en relación con proyectos de infraestructura.⁷

⁴ Busto Lago, J.M., “Titulización y Cesión de Créditos Hipotecarios: Consecuencias en la Legitimación Activa en el Proceso de Ejecución Hipotecaria”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 151/2018, Editorial Aranzadi, 2018.

⁵ Martín Martín, M. R., “La titulización en Europa durante la crisis”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Documento de Trabajo nº 49, 2011, pp. 11-12.

⁶ *Id.*

⁷ Losada López, R., *Op. cit.* pp. 107-108.

El contexto inversor actual, con una tendencia deflacionista de la economía y un crecimiento estancado unido al incremento en los tipos de interés a niveles históricos desde el cambio de siglo ofrecen una oportunidad ideal para la reactivación del mercado de titulizaciones. Sin embargo, las diferencias normativas existentes en distintos estados – siendo especialmente notables en algunos Estados Miembros de la Unión Europea – está provocando una suerte de mercado en el que compiten los distintos Estados por atraer inversión.⁸ Ya estamos viendo indicios de una reactivación de la actividad en el sector de las titulizaciones con operaciones en España como la que ha llevado a cabo a finales del año 2022 Banco Santander con 1.000 millones de euros de deudas garantizadas bajo hipotecas y 105 millones de euros de deudas de crédito.⁹

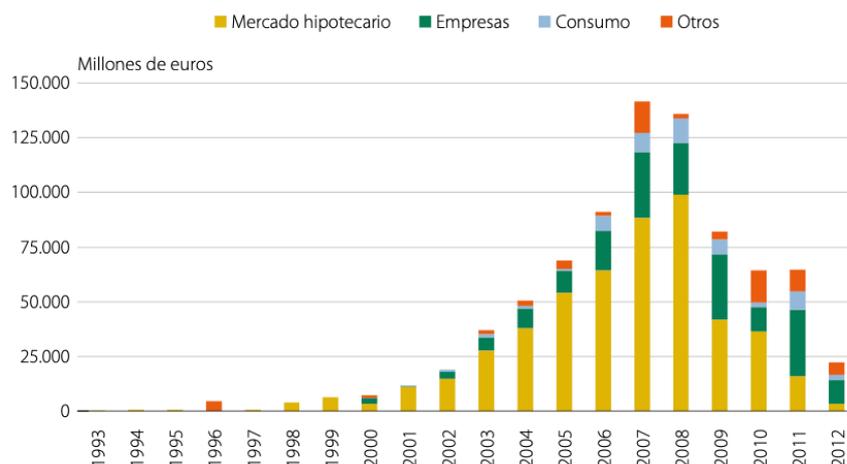
Si nos detenemos en el mercado Español en concreto un momento, podemos ver como la evolución en el volumen de operaciones se vio muy influenciado por la crisis del 2008. Como podemos ver en la Figura 1, el mercado de titulizaciones español ha sido dominado por las titulizaciones hipotecarias. Pese a que la influencia de las “hipotecas *subprime*” en el mercado europeo y español estuvo lejos de alcanzar los niveles estadounidenses, la rápida pérdida de confianza de los inversores y la decadencia del sector inmobiliario en España provocaron que estas operaciones prácticamente desaparecieran y, con ellas, prácticamente el mercado de titulizaciones en general. De prácticamente alcanzar los 150 mil millones en volumen de operaciones, a caer por debajo de 25 mil millones en 2012.¹⁰

⁸ Martín Martín, M. R., (2011) Op. cit. pp. 11-12.

⁹ Legal Dealmaker, “*Clifford advises Santander on €1bn STS securitisation*”, 2022 (disponible en <https://legaldealmaker.com/clifford-advises-santander-on-e1bn-sts-securitisation/>; última consulta 24/01/2023).

¹⁰ Martín Martín, M. R., “Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Documento de Trabajo nº 57, 2014, p. 27-38.

Figura 1: Clasificación de los activos de titulización en España (1993-2012)



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Para dar una respuesta adecuada al por qué de esta situación debemos adentrarnos en un análisis más profundo y completo de la legislación aplicable, de cara a determinar qué aspectos normativos marcan para bien o para mal el devenir de un mercado que puede atraer un gran influjo de capital e inversión para un Estado. Además, la carga normativa que han venido desarrollando los legisladores nacionales y europeos en los últimos años son un incentivo adicional para acometer un estudio como el presente que muestre la situación en la que nos encontramos con una expectativa de reactivación del volumen de titulaciones en España.

En este sentido, el legislador español ya ha comenzado un proceso de flexibilización del régimen aplicable a las titulaciones, ajustándose más a lo que las partes interesadas pueden encontrar en otros Estados de nuestro entorno. Este nuevo régimen, introducido por la Ley 5/2015 y que se expondrá en mayor detalle en su debida sección, clarifica la posibilidad de que agentes privados, y no sólo los bancos, puedan hacer uso de las titulaciones como instrumento de financiación alternativo a la deuda bancaria. De esta forma, la titulización se puede erigir en España como una alternativa real y eficaz a la financiación bancaria clásica, permitiendo que nuevas sociedades acudan a ella para

movilizar derechos de crédito y financien sus operaciones sin requerir de los servicios de un tercero intermediario.¹¹

Hasta el momento, la mayoría de estudios profundizan sobre las potenciales causas e implicaciones que tuvieron las titulizaciones en la crisis financiera del 2008. Sin embargo, el presente estudio se centra en analizar la forma en la que la legislación española pretende equilibrar los beneficios económicos de las titulizaciones con los riesgos que las mismas comportan para la estabilidad económica, laboral y social.

Con el fin de alcanzar los objetivos que se han presentado en este Capítulo, se plantea la siguiente estructura para el trabajo, haciendo que el lector vaya profundizando paulatinamente en el estudio que se ha realizado, para poder presentar con suficiencia uno de los objetivos primordiales: presentar las recomendaciones legislativas que se recomiendan dentro del marco jurídico español.

El primer capítulo del trabajo – el presente – sirve de introducción, presentando tanto una primera aproximación del lector al objeto central del trabajo así como los aspectos generales que se consideran de utilidad antes de entrar propiamente en materia. Siendo así, se realiza una primera justificación del tema de las titulizaciones de activos así como la relevancia que estas tienen a nivel normativo en el contexto actual, seguido de la delimitación de los objetivos perseguidos, la metodología a llevar a cabo para alcanzar tales objetivos y una estructura general sobre la organización seguida.

Tras este primer Capítulo, se entrará propiamente en materia en el Capítulo 2 – Aproximación a las Titulizaciones – con un contenido que ahondará con mayor rigor en las claves que arrojan las titulizaciones a nivel conceptual como herramienta financiera y su evolución histórica en distintos momentos del ciclo económico global. A continuación, se presentarán los distintos tipos de titulizaciones que encontramos actualmente así como, las partes relevantes en una operación de titulación así como el papel que estas desempeñan en el mismo.

¹¹ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

El Capítulo 3 entra propiamente en lo que es el contenido más jurídico del trabajo, analizando la legislación concreta que aplicable en España tanto a nivel nacional como supranacional con el papel que juega la UE en la materia, así como otras organizaciones internacionales competentes en materia económica y/o financiera a nivel supranacional. En este sentido, nos detendremos en aquellos cuerpos normativos que regulen las titulizaciones tanto de forma directa como indirecta sobre las operaciones realizadas en España.

Por último, el Capítulo 4 contendrá las principales conclusiones a las que se ha podido llegar tras el análisis realizado en el presente trabajo, dando respuestas a los objetivos que se han planteado para el mismo.

CAPÍTULO 2. APROXIMACIÓN A LAS TITULIZACIONES

Para acometer el acercamiento al fenómeno de la titulización, es necesario comenzar esta primera aproximación con una conceptualización del término, su origen y evolución histórica, los tipos de titulización reconocidos, sus elementos esenciales y el proceso general a seguir para tales operaciones.

1. CONCEPTUALIZACIÓN

Desde la primera titulización de activos realizada en Estados Unidos en 1970, la conceptualización ha ido evolucionando y construyéndose a medida que se producía su propagación por todo el mundo, extendiéndose las operaciones tanto en número como en volumen de capital.¹²

Una de las primeras definiciones que se hizo de las titulizaciones según su concepción clásica considera la titulización como el proceso por el cual se obtienen una serie de recursos financieros líquidos a través de la emisión de valores negociables respaldados por una sucesión de futuros flujos de caja o derechos de cobro sobre terceros.¹³ Esta concepción clásica evolucionó con las aportaciones posteriores, añadiendo la

¹² Cfr. Catarineu, E. y Pérez, D., “La Titulización de Activos por parte de las Entidades de Crédito: el Modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial”, Dirección General de Regulación del Banco de España, Estabilidad Financiera núm. 14, 2008, pp. 89-94.

¹³ Hull, J., “*Options, futures and other derivatives*”, Pearson, Primera Edición, 1989.

consideración de que se trataba de la sustitución de mercados de deuda más eficientes en detrimento de los anteriores mercados menos eficientes y con mayores costes en la financiación de instrumentos de deuda.^{14 15}

Posteriormente, con las titulaciones en auge a finales del siglo XX, Lumpkin promulgó la relación de las titulaciones con lo que se llamó “*structured finance*” o finanzas estructuradas, considerando que se trata del proceso por el cual activos relativamente homogéneos pero ilíquidos agrupados en una cartera que representa derechos sobre flujos de caja futuros que son adquiridos por terceros como inversión.¹⁶

Sin embargo, no es hasta una vez pasada la crisis financiera y lo que ello supuso para las titulaciones que Lipson, en 2013, presentase una definición de titulación que busca una mayor precisión sobre lo que se considera la “titulación verdadera”, diferenciando las titulaciones de las obligaciones de deuda colateralizada y otros instrumentos financieros que, por su similitud, no habían sido distinguidos de las titulaciones hasta el momento. De esta forma, Lipson establece que las titulaciones consisten en la adquisición de determinados derechos de crédito por un *Special Purpose Vehicle (SPV)*¹⁷ de cara a: (i) aislar legalmente los derechos de crédito de una posible situación de insolvencia de su originador y (ii) emitir valores sobre la adquisición de estos derechos de crédito.¹⁸

Esta definición de Lipson fue posteriormente admirada por Schwarcz que consideró que la distinción que se hacía entre entradas (derechos de crédito) y salidas (emisión de valores). Sin embargo, Schwarz cuestiona esta segunda parte referida a las salidas, considerando que la titulación como herramienta financiera va mucho más allá de una mera emisión de valores, sino que lo realmente reseñable es la construcción de una estructura sólida que sustente el grosor de tal operación financiera.¹⁹

¹⁴ Kendall, L. T. y Fishman, M. J., “*A Primer on Securitization*”, MIT Press, 1996.

¹⁵ De Frank, J. F. y Kothari, V., “*Introduction to Securitization*”, John Wiley & Sons, Primera Edición, 2008, pp. 8-10.

¹⁶ Lumpkin, 1999, p. 1 según visto en De Frank, J. F. y Kothari, V., “*Introduction to Securitization*”, John Wiley & Sons, Primera Edición, 2008, pp. 11-13.

¹⁷ En el contexto de una titulación, un SPV es una estructura destinada a adquirir activos transferidos por otra entidad y que se financia a través de la emisión de bonos titulizados.

¹⁸ Lipson, J. C., “*Re: Defining Securitization*”, Cal. L. Rev., 2011, p. 1229.

¹⁹ Schwarcz, S. L., “*What is Securitization? And for what purpose?*”, Cal. L. Rev., 2012, pp. 1-4.

Si atendemos a la definición que se hace de las titulaciones por parte de instituciones u órganos oficiales, en el marco europeo es relevante resaltar la consideración sobre las titulaciones como una técnica para la obtención de financiación mediante la agrupación de activos homogéneos de difícil comercialización individualizada, que son vendidos a una tercera parte creada al efecto, utilizándolos como garantía a la hora de emitir valores que se venden en el mercado financiero.²⁰ Asimismo, en el marco europeo también se encuentran definidas las titulaciones por la exposición de motivos del Reglamento (UE) 2017/2402, que recoge una aproximación inicial en su *Considerando I*. Este establece que la titulación de activos es una operación mediante la cual un prestamista o acreedor – en la mayor parte de los casos entidades de crédito o sociedades – refinancia un conjunto de préstamos o derechos de cobro al transformarlos en valores negociables emitidos en forma de títulos o bonos, entre otros. Este prestamista hace una agrupación y reempaqueta un conjunto de préstamos de cara a formar una cartera que se divide en distintos tramos. Cada tramo es calificado en función de un nivel de riesgo y su correspondiente rentabilidad, dirigiéndose a diferentes inversores. Para los inversores, la rentabilidad proviene de los flujos de efectivo de los activos subyacentes que se generan a medida que devengan exigibles.²¹

Sin embargo, la definición reconocida de lo que se considera una titulación dentro del marco normativo europeo se recoge por el mismo Reglamento (UE) 2017/2402, concretamente en su artículo 2.1 que establece una definición en función de una serie de características tasadas. Así, una titulación es una operación o instrumento financiero que divide en distintos tramos una cartera de activos, asociando a cada tramo un nivel de riesgo y rentabilidad. Las características principales de una titulación son: (i) la rentabilidad de los inversores depende del comportamiento que tengan los activos subyacentes, (ii) la relación de subordinación establecida entre los distintos tramos de la operación establece el orden de distribución de pérdidas y preferencia de cobro.²²

²⁰ Delivorias, A., “*Understanding Securitisation*”, Servicio de Estudios del Parlamento Europeo (EPRS), 2016, pp. 1-4.

²¹ 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 titulación y se crea un marco específico para la titulación simple, transparente y normalizada (BOE 28 de diciembre de 2017).

²² *Id.*

Para encontrar una definición de un organismo nacional, debemos dirigirnos a la publicación de Estabilidad Financiera del Banco de España, dado que a nivel normativo no se ha recogido hasta el momento una definición como tal de lo que se entiende por titulización en el ordenamiento jurídico español. Sin embargo, esto no tiene mayores consecuencias dado al ser directamente aplicable la definición contenido en el Derecho de la UE. La definición del Banco de España establece que las titulizaciones consisten en un proceso por el que se permite transformar una serie de activos poco líquidos en instrumentos negociables líquidos garantizados con unos flujos de caja determinados.²³

De esta forma, la titulización va más allá de suponer una mera transformación y puesta a disposición de activos en el mercado financiero dado que es una suerte de mecanismo de estratificación del riesgo que involucra la concesión de créditos por parte de una entidad, especialmente aquellos cuyo cobro es calificado de dudoso. De esta forma, los Originadores (según se define a continuación), especialmente cuando sean entidades financieras, se benefician de las titulizaciones para cumplir con determinados límites legales en cuanto a sus activos a través de la reducción del nivel de riesgo de sus carteras de créditos.²⁴

En general, podemos ver como la definición y conceptualización de lo que se entiende por titulización como instrumento financiero ha ido enmendándose a medida que los legisladores y las partes involucradas iban encontrando nuevos supuestos en los cuales implementar la titulización como herramienta financiera. De esta forma, la titulización fue extendiéndose hasta su punto álgido antes de la crisis financiera del año 2008, que supuso un nuevo punto de inflexión por el papel que se atribuye a las titulizaciones y las “hipotecas *subprime*” (*sic*) como catalizadores.²⁵

2. ORIGEN Y ANTECEDENTES DE LAS TITULIZACIONES

Se puede ubicar el surgimiento del fenómeno de la titulización en el mercado hipotecario de Estados Unidos en la década de 1970, en un escenario caracterizado por una fuerte demanda de compra de viviendas y una persistente escalada de precios. El volumen

²³ Catarineu, E. y Pérez, D., *Op. cit.* pp. 89-90.

²⁴ *Cfr. Ibid.*, pp. 92-95.

²⁵ *Cfr.* Sunderman, A., *et al.*, “*The Rise and Fall of Demand for Securitizations*”, Universidad de Harvard, 2014, pp. 5-10 y 27-28.

de capital que movía el mercado hipotecario en Estados Unidos era lo suficientemente alto como para poder absorber los costes en los que incurren los originadores para establecer un fondo de titulización y titular sus activos en el mercado de capitales.²⁶

Por otro lado, las fuertes presiones por parte de los reguladores y los inversores institucionales llevaron a la necesidad de conectar el mercado de deuda hipotecaria con el mercado de capitales. De esta forma, la primera titulización respaldada por préstamos hipotecarios tuvo lugar en 1970 a través de la *Government National Mortgage Association*, dando a su vez pie a la participación de agencias estatales en estos procesos al servir como garantía de cara a los inversores.²⁷

Sin embargo, la titulización tal y como se conoce actualmente – o al menos hasta la crisis de 2008 – se produjo en 1977 cuando una reforma de la normativa fiscal estadounidense permitió que la transmisión de los flujos de caja de los préstamos hipotecarios a los bonos de titulización quedara exenta de tributación. Es aquí cuando nace el término “*securitization*” tras una conversación de Ann Monroe con Lewis S. Ranieri, siendo este último quien le sugiere el uso de esta nueva expresión.²⁸

El interés de las entidades financieras por titular sus créditos aumenta drásticamente tras las conclusiones presentadas en el Comité de Basilea de 1988, el cual somete a estas a asumir en su balance una mayor proporción de recursos propios. Esto estimuló la necesidad por parte de las entidades financieras de incrementar su nivel de activos rápidamente para justarse a las nuevas regulaciones, lo cual fue posibilitado gracias a la titulización de sus múltiples derechos de cobro. Esta misma situación sería uno de los causantes del impulso de la titulización en el mercado europeo años más tarde.²⁹

El retraso de las entidades europeas en cuanto a la entrada de la titulización en el mercado se debe principalmente a tres motivos: (i) falta de necesidad al no tener un volumen de negocio en el sector hipotecario tan elevado, (ii) diversidad de mercados y una

²⁶ Brosnan, M. L., “La titulización como alternativa de financiación”, Capítulo 2, Office of the Comptroller of the Currency, (s.f.), pp. 95-99.

²⁷ Cowan, C., “Government National Mortgage Association”, 2003.

²⁸ Ranieri, L. S., según visto en Kendall, L. T. y Fishman, M. J., “*The origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential*”, Capítulo 3, 1996, pp. 31-33.

²⁹ Acuerdo de Basilea I: “International convergence of capital measurement and capital standards”, firmado el 15 de julio de 1988.

legislación más restrictiva y prudente, y (iii) la no participación de agentes estatales que hicieran el papel de garantes del proceso.^{30 31}

No sería hasta finales de 1980 cuando los mercados del Reino Unido y Francia – en 1985 y 1988 respectivamente – vieran las primeras emisiones de titulizaciones con la expansión del mercado hipotecario. Especialmente activo ha sido el papel del mercado inglés, donde se han producido algunas de las principales innovaciones en el ámbito de las titulizaciones, copando buena parte del volumen de operaciones en Europa hasta la irrupción de nuevas jurisdicciones más favorables en Irlanda y Luxemburgo.³²

El crecimiento del mercado de las titulizaciones continuaría hasta alcanzar su punto álgido al verse afectado por la crisis financiera del 2008. Sin embargo, pese a que esta desinversión se vio en el sector privado, el sector emisor, principalmente por parte de las entidades financieras, siguió haciendo gran uso de las titulizaciones sobre sus propios activos como método para obtener liquidez en momentos especialmente delicados. Pese a que han sido muchos los autores que originalmente se había apresurado en criminalizar a la titulización como causante del colapso económico, con el cambio de década se puede apreciar un cambio en la revisión de la literatura. En este sentido, los autores consideran que no fue en sí misma la titulización la causante, sino que fue meramente el vehículo que había acelerado el proceso. Los distintos autores aprecian que el *quid* de la cuestión fue la reducción en los procedimientos de control y revisión de los deudores por parte de las entidades de crédito antes de conceder préstamos, lo que resultó en un grave detrimento para las entidades de crédito una vez no pudieron acudir al mercado para obtener liquidez, y se vieran afectadas por el impago de deudas que nunca debieron haber concedido.³³

3. TIPOS DE TITULIZACIÓN

Pese a la homogeneidad general que encontramos en las titulizaciones en general como instrumento financiero, debemos distinguir entre distintas categorías y tipos concretos de titulización que son los que encontramos actualmente con un mayor volumen de operaciones en el mercado.³⁴

³⁰ Brosnan, M. L., *Op. cit.* p. 97.

³¹ Almoguera Gómez, A., “La titulización crediticia: un estudio interdisciplinar”, Bolsa de Madrid, 1995.

³² Brosnan, M. L., *Op. cit.* p. 96-97.

³³ Martín Martín, M. R., (2011), *Op. cit.* pp. 20-24.

³⁴ Losada López, R., *Op cit.* pp. 13-26.

3.1. Categorías de titulaciones

La titulaciones de activos se lleva a cabo a través de vehículos estructurados, concibiéndose actualmente dos métodos alternativos en función de la jurisdicción en la que se esté operando: (i) fondos de titulización para operaciones en España y Francia, y (ii) *special purpose vehicle* (SPV) usada en el resto de jurisdicciones de la UE.³⁵

Respecto a la opción española del fondo de titulización, este consiste en un vehículo que carece de personalidad jurídica. La mayor parte de estos fondos son gestionados activamente por sociedades gestoras, a través de las cuales los fondos invierten en diferentes tipos de activos y emiten valores, que suelen normalmente tratarse de bonos. El fondo de titulización y la sociedad gestora se deben acoger a los mecanismos de supervisión, inspección y, en su caso, sanción del organismo supervisor del mercado de valores del país donde está ubicado el fondo de titulización. En el caso de España, esta función del organismo supervisor es llevada a cabo por la CNMV.³⁶

En relación con los SPV, opción mayoritaria en el marco europeo, con las salvedades de España y Francia, así como en el mercado estadounidense, estos sí gozan de personalidad jurídica y son constituidos como empresas sin ánimo de lucro con una remota posibilidad de quiebra. El objetivo y función principal que tienen los SPV es recibir aquellos activos transferidos por otra empresa sobre los cuales emiten bonos respaldados por estos activos. Los SPV son a su vez administrados por los *trustees*, que son aquellos que poseen las acciones del SPV y quienes tienen encomendada su gestión. Los *trustees* tienen la misma función ya vista respecto de las sociedades gestoras en los fondos de titulización de la alternativa anterior. En este caso, son las emisiones de bonos realizadas por los SPV las que se registran y supervisan por el organismo supervisor del mercado de valores del país donde esté domiciliado el SPV. Sin embargo, la diferencia principal en cuanto a la supervisión de la estructura de SPV respecto de la de los fondos de titulización es que, en este caso, la gestión de los activos del SPV es realizada por una entidad que no está directamente sujeta al escrutinio de ningún órgano supervisor.³⁷

³⁵ Catarineu, E. y Pérez, D., *Op. cit.* 89-94.

³⁶ Losada López, R., *Op. cit.* p. 13.

³⁷ *Id.*

3.1.1. Titulizaciones de flujos de caja

Las titulizaciones de flujo de caja son una estructura utilizada por los fondos de titulización para adquirir activos con riesgo crediticio, tales como bonos, créditos, préstamos – especialmente hipotecarios – u otro activos, con el objetivo de emitir diferentes tramos de deuda que serán vendidos a inversores en el mercado financiero. El dinero recaudado por la venta de estos tramos de deuda es posteriormente utilizado por el fondo de titulización para comprar los componentes que configuran su activo.³⁸

En este tipo de estructuras, los flujos de caja generados por los activos adquiridos son utilizados para pagar a los deudores, siguiendo una "cascada" que empieza con los inversores senior que poseen los bonos con la calificación crediticia más alta (normalmente AA o AAA), hasta los inversores del tramo equity que son los que sostienen la posición de primera pérdida. Los inversores del tramo equity son los que poseen la posición de mayor riesgo, lo cual a su vez les concede una mayor rentabilidad en caso de llegar a cobrar. Esto se debe a que, al ser los últimos en el orden de prelación de pagos, su rentabilidad dependerá de los flujos de caja residuales tras haber pagado al resto de inversores situados en tramos superiores.³⁹

La amortización de los bonos emitidos por el fondo de titulización se puede llevar a cabo mediante dos formas: (i) mediante el método *pass-through*, o (ii) mediante el método de amortización predeterminada. En el método *pass-through*, el principal de los bonos se va amortizando a medida que se van amortizando los componentes del activo del fondo. Este es el método de amortización utilizado para la titulización de préstamos hipotecarios, por lo que tiene una posición predominante sobre el método de amortización predeterminada al tener un mayor volumen de operaciones. Por el contrario, en el método de amortización predeterminada, los bonos se van amortizando de acuerdo a un calendario preestablecido, independientemente de las amortizaciones que vayan teniendo lugar en el activo del fondo.⁴⁰

³⁸ *Id.*

³⁹ Roldán Alegre, J.M., "El papel del «modelo originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007", Revista Estabilidad Financiera , nº 15, 2008, pp. 11-15.

⁴⁰ Losada López, R., *Op. cit.*, p. 15-16.

3.1.2. Titulizaciones sintéticas

En las titulizaciones sintéticas, los fondos de titulización construyen su activo mediante derivados de crédito, combinándolos en algunos casos con otros títulos. De esta forma el cedente alcanza la misma transferencia de riesgo que con una titulización a flujo de caja, pero sin tener que transferir físicamente los activos responsables a los que se asocia el riesgo crediticio (bonos y préstamos principalmente) al fondo de titulización. Los inversores del fondo de titulización son los que proporcionan protección sobre el riesgo, ya que son estos quienes asumen los riesgos de pérdida cuando alguno de los activos se encuentra en incumplimiento de pago. En las titulizaciones sintéticas, normalmente, el fondo emite títulos con distinta subordinación y los pagos se realizan en cascada.⁴¹

En el caso más simple, el fondo de titulización emite títulos para los inversores y les vende protección de crédito sobre un conjunto referenciado de préstamos o bonos. Los compradores de la protección de crédito pagan una cuota periódica al fondo de titulización, lo que, junto con los intereses que se van generando por los activos que posee el fondo de titulización, es lo que permite pagar a los inversores.⁴²

Su mero funcionamiento hace que los fondos de titulización sintéticos sean estructuras muy flexibles; en algunos casos estas estructuras son híbridas, en cuyo caso su activo estará constituido en parte por activos físicos (créditos, bonos...) y en parte por derivados de crédito. Además de esto, podrán ser estructuras financiadas (el fondo compra bonos sin riesgo de crédito por el total del nocional de la cartera subyacente con riesgo de crédito), parcialmente financiadas (el fondo compra bonos sin riesgo de crédito por parte del nocional de la cartera subyacente con riesgo de crédito) o no financiadas.^{43 44}

A diferencia de las estructuras de flujo de caja, en las titulizaciones sintéticas el problema de cómo se paga el principal de los bonos (cuando lo hubiere)

⁴¹ *Id.*

⁴² *Id.*

⁴³ Martín Martín, M. R., *Op. cit.*, pp. 15-16 y 35-38.

⁴⁴ Losada López, R., *Op. cit.*, p. 16.

desaparece en la medida en que la forma de amortización de los bonos que integran el activo del fondo es decidido por el estructurador. En la mayoría de los casos, se opta por estructuras que pagan el principal de los bonos al final del período de maduración establecido para la estructura.⁴⁵

3.1.3. Titulizaciones a valor de mercado

Por último, las titulizaciones a valor de mercado son probablemente el tipo de titulación menos relevante en términos de volumen y frecuencia de operaciones. Estas estructuras son adecuadas para titular activos en los que es difícil predecir los flujos de caja futuros. Generalmente, los inversores que participan en este tipo de titulaciones son exclusivamente institucionales, por lo que los bonos se venden en colocaciones privadas y no suelen tener calificación crediticia dado que no cotizan en mercados secundarios. Algunos ejemplos en los cuales este tipo de titulación fue utilizada es el caso de los clubes de fútbol Arsenal F.C. y Racing de Santander, los cuales cedieron sus recaudaciones futuras de sus estadios como activos a un fondo de titulación.⁴⁶

En este tipo de titulaciones, los fondos de titulación no emiten deuda para igualar el valor de los activos que se traspasan al fondo, sino que emiten deuda que se basa en un ratio asociado con cada tipo de activo que compra el fondo. Este ratio es específico para cada activo y cada tramo de deuda, y se basa en precios históricos o en la volatilidad de las rentabilidades de cada activo, de ahí su nombre de a valor de mercado.⁴⁷

La valoración de los activos se hace, como bien indica su nombre, en función del precio de mercado, según unas bases periódicas. En un proceso de titulación, el conjunto agregado del activo debe mantener un valor paritario para cada tramo de deuda más los intereses devengados. En caso contrario, el gestor del activo deberá enajenar una parte del activo y cancelar parcialmente la deuda emitida para alcanzar de nuevo los niveles exigidos.⁴⁸

⁴⁵ *Id.*

⁴⁶ *Id.*

⁴⁷ *Id.*

⁴⁸ *Id.*

En este caso, los fondos para realizar las amortizaciones del principal de los bonos emitidos proceden de la liquidación de parte de los activos de la cartera. Los pagos de los intereses se realizan tanto con los intereses recibidos de los componentes del activo como con los fondos obtenidos con la venta de activos de los componentes del activo.⁴⁹

El mayor riesgo de una estructura de valor de mercado radica en una caída repentina del valor de la cartera. Por esta razón, la valoración y la calificación crediticia de este tipo de estructuras dependen de tres factores principales: (i) la volatilidad de los precios de los activos que componen el colateral, (ii) la liquidez y (iii) la sobre-cobertura o valor neto de la estructura.⁵⁰

Como base en la información presentado, podemos observar como en las titulaciones de flujo de caja y sintéticas encontramos mayores similitudes que respecto de las titulaciones a valor de mercado. Esto se debe a que en las primeras dos estructuras, los pagos de la deuda están altamente condicionados por el riesgo de crédito de los activos, mientras que, en el caso de las titulaciones a valor de mercado, su comportamiento depende de los precios de mercado y la rentabilidad de los activos.⁵¹

3.2. Tipos de titulaciones

Así como las estructuras descritas en el apartado anterior, dentro de las titulaciones de activos encontramos dos principales familias en función de los componentes del activo de los fondos de titulación: (i) titulaciones respaldadas por activos (*asset backed securities*) (ABS) y (ii) titulaciones respaldadas por deuda corporativa (*collateralized debt obligations*) (CDO).⁵²

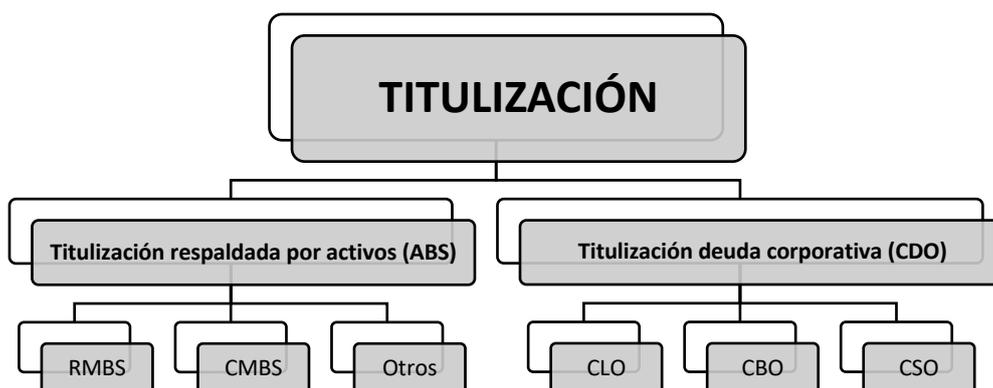
⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ *Id.*

⁵¹ *Id.*

⁵² *Ibid.*, p. 18-19.

Figura 2: División de titulizaciones por componentes de su activo



Fuente: Losada López, R., “Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía n.º 14, 2006, p. 18.

3.2.1. *Assets Backed Securities (ABS)*

Los ABS consisten en aquellas titulizaciones que se basan en los activos poseídos por sociedades, financieras o no financieras, que acuden a la titulización por motivos diversos. Una subclase importante de ABS son las titulizaciones respaldadas por préstamos hipotecarios residenciales, más conocidos como RMBS, y comerciales, conocidos como CMBS. Los ABS equivalen a la mayor parte del volumen de operaciones de titulizaciones en el mercado, dadas las facilidades que existen en el mercado y tanto la demanda de titular activos de deuda hipotecaria y comercial por parte de sus tenedores y de los inversores por adquirir a un buen precio los bonos que los fondos de titulización sacan al mercado.⁵³

En el caso de los ABS, suelen encontrarse fondos de titulización que poseen un activo respaldador que se compone por un gran número de elementos, pero cada uno de un tamaño reducido; estas carteras son conocidas en industria financiera como fondos de alta granularidad. Para los inversores de ABS, esta composición de su activo dificulta su valoración dado que no se puede conocer con precisión las particularidades y características de cada uno de los activos.⁵⁴

⁵³ *Ibid.*, p. 18.

⁵⁴ *Id.*

3.2.2. *Collateralized Debt Obligations (CDO)*

En los CDO se encuentran respaldados exclusivamente por deuda corporativa. Las diversas subclases de titulaciones CDO incluyen las titulaciones de bonos corporativos (CBOs), las titulaciones respaldadas por préstamos corporativos (CLOs), y las titulaciones sintéticas sobre deuda corporativa (CSO), que se basan en derivados de crédito sobre deuda corporativa.⁵⁵

Los CDO, al contrario de lo que hemos visto en relación con los ABS, suelen referir a fondos de titulación con un activo compuesto por un número reducido de elementos, pero que tiene un gran tamaño. De esta forma, la información sobre tales activos por parte de los inversores es mucho más accesible y permite que se eviten asimetrías respecto a la información disponible entre las distintas partes del mercado.

⁵⁶

4. ELEMENTOS ESENCIALES

Debido a la complejidad técnica que entrañan las operaciones de titulación de activos, nos encontramos con una serie de requisitos con los que cualquier operación debe cumplir. Así, pasamos a profundizar en mayor detalle sobre aquellos elementos esenciales en relación con los operadores del mercado, sujetos de inversión y demás partes involucradas, estructuras de la operación y la documentación necesaria para poder llevar a cabo una operación de titulación de activos en España.

4.1. El fondo de titulación

La regulación de los fondos de titulación se encuentra enmarcada en el Título III, Capítulo I de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE). En este sentido, el artículo 15 de la mencionada norma recoge una definición de estos fondos como patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, caracterizados por un valor patrimonial neto nulo y compuestos por un activo y un pasivo que, para garantizar su correcto funcionamiento, deben guardar un equilibrio adecuado.⁵⁷

⁵⁵ *Id.*

⁵⁶ *Id.*

⁵⁷ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

La consideración de estar constituido por un patrimonio neto de valor nulo se traduce en su esencia de su carácter como un instrumento fiduciario. Así, se podría asemejar las características básicas de los fondos de titulización a la de los *trusts* anglosajones. Sin embargo, los fondos de titulización, a diferencia de los *trust*, carecen de una vertiente societaria a la que se asigne su gestión, sino que esta viene encomendada en favor de otra entidad, la sociedad de gestión, (según se define a continuación).⁵⁸

Pese a que en el marco nacional el fondo de titulización sea el instrumento predominante en el proceso de titulización de activos, en el ámbito internacional la titulización se lleva a cabo a través de los ya mencionado SPV.⁵⁹ El Reglamento 2017/2402 recoge en su definición segunda el concepto de “Vehículo especializado en titulizaciones” o “SSPE” (según sus siglas en inglés), el cual define como una sociedad independiente y asilada de la originadora, cuyo propósito es realizar una o varias titulizaciones a través de una estructura mediante la cual se aísla sus obligaciones de las de la entidad originadora.⁶⁰

Para que un fondo de titulización se válidamente constituido de acuerdo con el marco normativo español y pueda comenzar la titulización de activos, debe ser debidamente inscrito en el Registro Mercantil y el Registro de la CNMV, siempre supeditado a la previa autorización de la CNMV en función de los requisitos documentales establecidos reglamentariamente. He aquí una de las principales trabas burocráticas que se establecen en el mercado español para la titulización de activos. Tal y como se verá en un capítulo posterior, la CNMV en aras de proteger el mercado y los inversores que en el participan, así como la estabilidad del sistema financiero, es bastante cautelosa a la hora de conceder la debida autorización; especialmente si lo comparamos con los procesos llevados a cabo por los organismos controladores en otros Estados como Irlanda o Luxemburgo, sedes principales de la actividad titulizadora en Europa.⁶¹

⁵⁸ Madrid Parra, A., “Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015”. Revista de derecho del mercado de valores, (16), 2015, p. 12.

⁵⁹ Schwarcz, S. L. *Op. cit.*, p. 1-4.

⁶⁰ 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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

⁶¹ Madrid Parra, A., *Op. cit.*, p. 12.

En atención a los artículos 20 y 21 LFFE, encontramos dos clases de fondos de titulización: (i) fondos de titulización cerrados, respecto de los cuales su escritura de constitución establece que no se prevé la incorporación de nuevos activos a pasivos después de su constitución (artículo 20 LFFE) y, (ii) fondos de titulización abiertos, caracterizados por que en su escritura de constitución se reconoce la posibilidad de que sí se incorporen nuevos activos o pasivos a su patrimonio con posterioridad a su constitución (artículo 21 LFFE).⁶²

La distinción entre ambas clases de fondos de titulización no tiene mayor dificultad, dado que esta simplemente radica en la posibilidad existente en uno u otro caso de realizar modificaciones sobre su activo y pasivo una vez ya haya sido formalizada su constitución a efectos prácticos.⁶³

4.2. Partes involucradas

En un proceso de titulización se pueden encontrar involucrados una gran variedad de agentes si bien, no necesariamente se deben encontrar todos en un proceso concreto dado que un agente puede adoptar varias posiciones dentro de la estructura de una misma titulización. En este sentido, la mayor parte de las titulizaciones llevadas a cabo por entidades de crédito en España, tanto la posición de originador – concesionario de los préstamos que dan lugar a los derechos de cobro que van a ser titulizados – como de administrador recae sobre la propia entidad de crédito.^{64 65 66}

- *Originador*: cualquier entidad no financiera que tenga cuentas por cobrar comerciales y desee titularlas para cubrir su riesgo y conseguir liquidez inmediata. Por ejemplo, un originador puede ser una entidad de crédito que haya concedido determinados préstamos hipotecarios.⁶⁷

⁶² Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

⁶³ Madrid Parra, A., *Op. cit.*, p. 12.

⁶⁴ Catarineu, E. y Pérez, D., *Op. cit.*, pp. 91-92.

⁶⁵ Delivorias, A., *Op. cit.*, pp. 5-6.

⁶⁶ *Cfr.* 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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

⁶⁷ Gil Saldaña, A., “Sistema financiero español. Manual práctico: Operaciones de pasivo”, Editorial Civitas, 2018, ISBN 978-84-9197-628-8.

- *Administrador*: entidad responsable de la gestión de los pagos generados por los activos titulizados y de monitorear la calidad crediticia de los acreditados. Asimismo, tiene a su cargo la remisión de dichos pagos al fondo de titulización, distribuyéndolos entre los inversores. El papel de administrador dentro del proceso de titulización puede ser llevado a cabo por la propia entidad originadora o por un tercero contratado exclusivamente para ello. ⁶⁸
- *Estructurador*: entidad encargada de diseñar y establecer la estructura de la operación de titulización, tomando decisiones relativas a las mejoras crediticias y la división de los títulos en tramos para su calificación, participando de forma activa en la colocación de los títulos en el mercado. Este papel suele ser realizado por parte de bancos de inversiones en aquellas operaciones de titulización que tengan un volumen elevado o que tengan un alcance internacional. Sin embargo, es perfectamente prescindible en aquellas operaciones de menor tamaño o cuando se adopte una estructura de titulización más simple. ⁶⁹
- *Special Purpose Vehicle (SPV)*: se trata de entidades, que pueden tener o no personalidad jurídica, creadas con el único propósito de adquirir los activos que se pretenden titular y emitir los títulos que serán colocados en el mercado. De esta forma, las SPV posibilitan que se puedan separar los riesgos asociados a los activos titulizados de su originador, logrando una mayor protección para los activos subyacentes y una mayor seguridad para los inversores. ⁷⁰
- *Sociedad gestora de fondos de titulización*: tercero que participa en las operaciones de titulización en las que el SPV carece de personalidad jurídica, cuya principal responsabilidad consiste en salvaguardar los derechos de los tenedores de títulos. Además, la sociedad gestora se encarga de supervisar que los pagos a los inversores se efectúen de manera adecuada y que se cumpla con toda la documentación legal correspondiente a la operación de titulización. ⁷¹
- *Garantes financieros*: agentes cuya única función es proporcionar una garantía sobre uno o varios de los tramos de la titulización para mejorar su calificación crediticia con el fin de facilitar su colocación en el mercado. ⁷²

⁶⁸ *Id.*

⁶⁹ Madrid Parra, A., *Op. cit.*, p. 12

⁷⁰ Gil Saldaña, A., *Op. cit.*

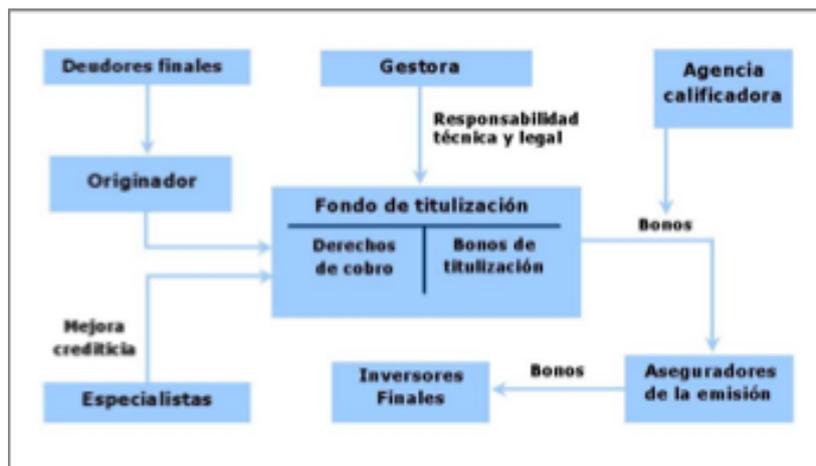
⁷¹ Madrid Parra, A., *Op. cit.*, p. 12.

⁷² *Id.*

- *Agencias de calificación*: contratadas para la función de otorgar una calificación crediticia a cada uno de los tramos en los que se dividen los títulos de la titulización. Además, también ofrecen sus servicios a la hora de diseñar la estructura de la titulización.⁷³
- *Inversor*: terceros que adquieren los títulos emitidos, asumiendo un nivel de riesgo en favor de obtener una rentabilidad acorde al tramo concreto en el que se encuentran los títulos adquiridos.⁷⁴

A continuación se muestra un esquema con el fin de mostrar las distintas interacciones entre las distintas partes involucradas en una operación de titulización así como identificar la implicación de las partes que se han identificado en este apartado.

Figura 3: División de titulaciones por componentes de su activo



Fuente: Brosnan, M. L., “La titulización como alternativa de financiación”, Capítulo 2, Office of the Comptroller of the Currency, (s.f.), p. 86.

4.3. Documentación necesaria

Ante la realización de una operación de titulización, las partes involucradas deben cumplir con una serie de requisitos mediante los cuales se ven obligados a proporcionar la documentación necesaria para poder operar efectivamente en el mercado. Principalmente, esta documentación va destinada a cumplir con los exigentes

⁷³ Gil Saldaña, A., *Op. cit.*

⁷⁴ Madrid Parra, A., *Op. cit.*, p. 12.

requisitos de transparencia establecidos por parte de la CNMV en aras de proteger a potenciales inversores corporativos y particulares. Además, tras el grave perjuicio producido sobre el mercado y el sistema financiero en el año 2008 por no haber sabido controlar eficientemente las operaciones de titulización, se realiza una revisión exhaustiva sobre las operaciones que deben ser autorizadas con anterioridad.⁷⁵

Conforme a lo establecido en la LFFE, resulta necesario atender a los requisitos dispuestos en su artículo 22 para llevar a cabo la constitución de fondos de titulización. En el mismo, se establece la exigencia de presentar un escrito de solicitud de constitución ante la CNMV, en el cual se deberán incluir los documentos y la información necesaria para la debida autorización del fondo de titulización correspondiente.⁷⁶

Estos requisitos incluyen la presentación de una solicitud de constitución ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la aportación de documentación acreditativa de los activos que se agruparán en el fondo, informes elaborados por sociedades gestoras, auditores o expertos independientes y la aprobación y registro de un folleto informativo sobre la constitución del fondo así como de los pasivos que lo financiarán. A estos efectos, se deberá atender en todo caso a la aplicación de la normativa aplicable en relación con la emisión de valores, dada la emisión de títulos que conllevan las operaciones de titulización. Pese a los requisitos de publicidad establecidos para los fondos de titulización, tanto los propios fondos de titulización como sus posibles compartimentos de su inscripción en el Registro Mercantil en cualquier caso serán de carácter potestativo, sin que sea una condición *sine qua non*.⁷⁷

Por otro lado, también se establece el requisito de establecer una serie de informes adicionales respecto de los elementos de constitución del activo. Estos informes podrán ser elaborados indistintamente por la sociedad gestora o por auditores o expertos independientes. Así, la propia regulación establece que en el caso de que el

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

⁷⁷ *Id.*

fondo de titulización sea abierto, se deberá realizar nuevos informes sobre los elementos del activo ante cualquier actualización del activo o pasivo.⁷⁸

Asimismo, también se requiere la aprobación y registro por parte de la CNMV de un folleto informativo para las titulizaciones públicas, el cual debe incluir información detallada sobre la constitución del fondo de titulización, los compartimentos que pudieran existir y los pasivos del fondo. Tanto el folleto informativo como la escritura de constitución del deberán publicarse en la página web de la sociedad gestora de cara a servir como medio de dar publicidad y transparencia sobre la operación en interés de los inversores.⁷⁹

Además de la documentación antes mencionada, se debe atender también a diversos documentos suscritos entre las partes involucradas, cuya importancia radica en su relevancia para el adecuado funcionamiento de la operación. Entre estos, cabe destacar el contrato de administración, firmado entre la entidad encargada de la gestión de los activos titulizados y el fondo de titulización o SPV, cuya finalidad es la colocación de estos entre los inversores. Asimismo, se suscribirá un documento contractual que acredite el negocio entre el originador y el fondo de titulización o SPV que registre la transmisión de los activos hacia el fondo. En este sentido, se trata de un contrato de compraventa o de cesión de activos que, en cualquier caso, deberá acreditar debidamente la operación llevada a cabo.^{80 81}

5. COMPLEJIDAD DE LAS TITULIZACIONES

A pesar de los muchos beneficios y ventajas que ofrecen las titulizaciones como instrumentos financieros, son considerables algunos de los riesgos que estas operaciones atañen. Las principales complejidades que surgen como consecuencia de la titulización de activos radican en torno a los riesgos asociados con el modelo y los riesgos relativos a la asimetría que se produce respecto a la información a la que tienen acceso las distintas partes involucradas en el proceso.⁸²

⁷⁸ *Id.*

⁷⁹ *Id.*

⁸⁰ *Id.*

⁸¹ Castilla Barea, M., “Legitimación activa para el ejercicio de acciones en caso de impago de crédito hipotecario titulado en participaciones hipotecarias”, *Revista Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* num. 119/2022, Editorial Civitas, 2022.

⁸² Martín Martín, M. R., (2011), *Op. cit.*, pp. 34-38.

El riesgo de modelo consiste en la complejidad asociada a las estimaciones que se hacen en relación con las pérdidas de la cartera de los activos del fondo de titulización, los cuales se asocian estrechamente con las probabilidades de impago que las agencias de calificación han valorado para cada tramo de títulos. En este sentido, respecto del fondo de titulización de “Santander Hipotecario 3”, la auditora Deloitte, en su informe independiente, estableció que el origen del riesgo de modelo principal que se encuentra en esta operación concreta eran los relativos a la estimación de la correlación entre probabilidades de impago. Más allá de tratarse de un caso aislado, esta apreciación es la que se suele ver en los respectivos informes de auditoría de las operaciones de titulización.⁸³

Por otro lado, en las operaciones de titulización también se encuentran complejidades como resultado de las múltiples y tan diversas relaciones existentes entre las distintas partes involucradas en el proceso. Estas complejidades se ven acrecentadas principalmente con motivo de los problemas que surgen por diversos problemas de información asimétrica. Debido a que los objetivos perseguidos por los distintos partícipes en las operaciones de titulización no son coincidentes, los potenciales conflictos de intereses contrapuestos entre ellos son otro de los elementos que se deben tener en consideración.⁸⁴

Por ejemplo, encontramos importantes conflictos de interés entre los inversores que adquieren títulos correspondientes a distintos tramos y, por ende, acarrear distintos niveles de riesgo y potencial rentabilidad. Así, los intereses de unos u otros serán distintos, dados que los inversores de tramos que tengan asociado un menor riesgo tendrán una mayor aversión a potenciales incrementos de su riesgo dado que su intención es cobrar intereses a toda costa, mientras que esta garantía de cobro para los inversores preferentes puede ir en detrimento de los inversores más subordinados que tienen otra serie de prioridades en relación con la actividad de la sociedad gestora del fondo de titulización.⁸⁵

Otra fuente de conflictos de interés, y probablemente una de las más importantes en el detonante de la crisis financiera de 2008 en relación con las operaciones de titulización, es la existente entre las agencias de calificación y los originadores. En este sentido, mientras que la parte principal de los ingresos obtenidos por las agencias de calificación provienen de

⁸³ *Id.*

⁸⁴ *Id.*

⁸⁵ *Id.*

aquellas labores que dan pie a su propia denominación – la calificación del riesgo de los títulos emitidos en una titulización – estas también tienen un mercado importante en el diseño de estructuras en las operaciones de titulización. Por ende, en muchos casos, estas agencias califican los distintos tramos que ellas mismas habían diseñado en su estructura, dando lugar a un claro conflicto de interés. Además, en distintos foros internacionales se ha discutido la independencia de estas agencias de calificación dado que sus clientes son propiamente a quién se está calificando. Teniendo en cuenta que una mejor calificación es beneficiosa para el propio cliente, es muy preocupante para el mercado la influencia que un cliente puede tener a la hora de presionar a una determinada agencia para que esta otorgue una calificación más favorable de la que le correspondería.⁸⁶

Por último, son también notables los riesgos de agencia existentes en este tipo de operaciones, sobre todo aquellos que emanan de una defensa ineficiente de los derechos e intereses de los inversores por parte de la sociedad gestora del fondo de titulización. La relevancia que tienen los problemas de agencia en estas operaciones llevó a que el Parlamento Europeo y el Consejo lo resaltasen en el Considerando 9 del Reglamento (UE) 2017/2402 junto con los demás riesgos ya mencionados en este apartado. Esto lleva a resaltar la importancia que tiene que los inversores institucionales cumplan con sus deberes de diligencia y que se garantice una evaluación efectiva de todos los riesgos que influyen sobre los intereses de los inversores finales; todo ello con el fin de aumentar y asegurar la confianza existente en el mercado por parte de todos los participantes en las operaciones de titulización como base del sistema financiero.⁸⁷

CAPÍTULO 3. MARCO NORMATIVO APLICABLE

Tras habernos detenido en analizar algunas de las características principales de las operaciones de titulización de activos, en este capítulo nos adentramos en analizar el marco normativo aplicable tanto a nivel nacional como supranacional en lo que respecta a la jurisdicción española.

⁸⁶ *Id.*

⁸⁷ 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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

Si bien ya hemos mencionado alguno de los cuerpos normativos fundamentales sobre los que se asienta la regulación actual de las titulizaciones en España, en este capítulo nos detendremos en mayor detalle sobre cada uno de ellos. Para ello, comenzaremos deteniéndonos sobre la participación normativa nacional en España tanto por el legislador como el papel realizado por la CNMV. Después, pasaremos a revisar la participación normativa a nivel supranacional tanto a nivel europeo por parte de la UE como supra-europeo según el papel de distintas Organizaciones Internacionales.

1. PARTICIPACIÓN NORMATIVA NACIONAL

A nivel nacional, atenderemos tanto al marco jurídico desarrollado por el legislador español, principalmente con la ya mencionado LFFE, así como circulares presentados por la CNMV.

1.1. Legislación nacional

1.1.1. Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo, por la que se establecen los requisitos a los que deberán ajustarse los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la Financiación Empresarial

Pese a ser anterior a la LFFE (que se analiza a continuación), la Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo (en adelante, la Orden) sigue teniendo una importancia práctica significativa como una herramienta clave para fomentar la financiación empresarial mediante operaciones de titulización en España. La Orden implementa un marco normativo claro y preciso que garantiza la transparencia en un mercado que había sufrido importantes carencias en este sentido.⁸⁸

Es importante destacar el momento temporal en el que entra en vigor la Orden. A principios del año 2011, España aún se encontraba envuelta en un momento convulso en términos económicos y el sector financiero estaba siendo uno de los más afectados por los impagos de préstamos. Por ello, el legislador

⁸⁸ Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo, por la que se establecen los requisitos a los que deberán ajustarse los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la Financiación Empresarial.

español tuvo que salir al paso para lograr estabilizar la economía nacional y garantizar la posición de las entidades financieras españolas al reforzar las titulaciones como herramienta a través de la cual se permitía dar salida a activos de dudoso cobro a través de su venta a un fondo de capital riesgo que posteriormente titularía la deuda para obtener una rentabilidad.⁸⁹

Entre las principales aportaciones de dicha Orden, se encuentra la determinación de los requisitos mínimos que deben cumplir los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos, los cuales deben ser suscritos entre el fondo de titulización y la entidad originadora. Dichos convenios deben recoger, entre otros aspectos, el plazo de la operación, el importe máximo de emisión, las condiciones de venta de los activos y la fecha de desembolso. Para favorecer este tipo de operaciones por parte de las PYMES, las cuales se veían necesitadas de una financiación que en ese momento no podían ofrecer con garantías las entidades de crédito, se aporta en el anexo un modelo de convenio tipo para la constitución de fondos de titulización.⁹⁰

Por tanto, podemos ver que incluso antes de que España pudiese superar por completo la crisis financiera del 2008 que, como ya hemos visto estuvo muy influenciada por operaciones de titulización subóptimas, las medidas adoptadas a nivel legislativo iban dirigidas a fortalecer y mejorar la posición de las titulaciones en el mercado, corrigiendo las deficiencias anteriores, en lugar de restringir su volumen de operaciones a través de excesivos requisitos o limitaciones en el volumen de operaciones.⁹¹

1.1.2. Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial

Un punto de inflexión sobre la regulación aplicable a las titulaciones fue tras la crisis financiera del 2008. La evaluación que se hizo sobre el papel que tuvieron las operaciones de titulización sobre la provocación de la crisis, llevaron a que el legislador español acometiese una reforma del marco normativo aplicable

⁸⁹ Fernández Ordóñez, M., “La reestructuración del sector bancario español y el Real Decreto-ley para el reforzamiento del sistema financiero”, Banco de España, 2011, pp. 4-6.

⁹⁰ Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo, por la que se establecen los requisitos a los que deberán ajustarse los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la Financiación Empresarial.

⁹¹ *Id.*

hasta el momento. De esta forma, se pretendía evitar que se volviera a repetir una situación como la sufrida en los años 2007 y 2008.^{92 93}

Es importante destacar que España siempre ha sido un país cuyo tejido empresarial depende en gran medida de la financiación por parte de entidades financieras. Esta misma idea se refleja en la Exposición de Motivos de la LFFE la cual llega a la conclusión de que en caso de que se lleve a cabo una restricción excesiva del acceso al crédito y préstamo bancario, lo cual sucedería en caso de introducir trabas al proceso de titulización de activos, esto tendría un grave impacto particular sobre las pequeñas y medianas empresas (PYMES) que forman la mayor parte del tejido empresarial y en general sobre el conjunto de la economía española.

^{94 95}

Por ello, las medidas que se proponen en la LFFE persiguen una finalidad doble: (i) flexibilizar el acceso a la financiación bancaria por parte de las PYMES y (ii) desarrollar nuevos medios de financiación alternativa asentando las bases para establecer un sistema de financiación no bancaria como alternativa a la situación actual de dependencia del crédito bancario. Este segundo objetivo es el que produce que la LFFE acomete un importante desarrollo normativo de la regulación de las titulizaciones de cara a hacerla más accesible. De esta forma, se pretendía acercar la situación en España a la que se podía encontrar en otros Estados de Europa y, principalmente, Estados Unidos, donde la titulización como alternativa a la financiación bancaria estaba ampliamente establecida en el mercado.^{96 97}

La reforma acometida por la LFFE, de acuerdo con lo que recoge explícitamente en su Preámbulo II “se articula en torno a tres ejes” en línea con el camino llevado a cabo por los legisladores internacionales, especialmente la Unión Europea, que promueven una titulización transparente, simple y de calidad. Esta

⁹² García-Ochoa Mayor, D. y Eguía Moreno, J.M., “El nuevo régimen de la titulización en España introducido por la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial”, *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales* nº 2/2016, Editorial Aranzadi, 2016.

⁹³ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

⁹⁴ García-Ochoa Mayor, D. y Eguía Moreno, J.M., *Op. cit.*, 2016.

⁹⁵ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

⁹⁶ Piñel, A. “La titulización privada como mecanismo alternativo de financiación”. *Práctica Mercantil para abogados*. Wolters Kluwer, p. 363-383.

⁹⁷ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

política difiere significativamente de la situación previa a la crisis, cuando las titulaciones se caracterizaban por presentar estructuras complejas y sofisticadas como es el caso de los CDO o los derivados sintéticos, opacas debido a las largas cadenas de intermediarios y la información asimétrica que daban lugar a las complejidades comentadas *supra*, y con activos subyacentes de baja calidad y alto riesgo tales como las hipotecas subprime.^{98 99}

Así, los tres ejes que dan sentido al fundamento y contenido de la reforma llevada a cabo por la LFFE son los siguientes:

- La unificación del marco legal español para solventar la dispersión normativa que existía previamente y, de esta manera, garantizar una mayor claridad y seguridad jurídica en relación a estas operaciones y su mercado.¹⁰⁰
- La armonización del régimen jurídico español de titulaciones con los de otros sistemas jurídicos europeos más avanzados y desarrollados para flexibilizar la operatividad y eliminar obstáculos que limitaban la innovación de estrategias en el ámbito español.¹⁰¹
- El fortalecimiento del régimen de transparencia y protección del inversor en relación a las titulaciones, en consonancia con las mejores prácticas internacionales.¹⁰²

1.2. Comisión Nacional del Mercado de Valores

1.2.1. Circular 2/2016, de 20 de abril, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

La Circular 2/2016 supone la derogación de la anterior versión de cara a desarrollar de forma técnica el contenido de la nueva normativa legislativa aprobada por la LFFE. Así, la CNMV actualiza el desarrollo normativo que antes venía recogido en la derogada Circular 2/2009. En este sentido, es la propia LFFE

⁹⁸ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

⁹⁹ Madrid Parra, A., *Op. cit.*, 2015.

¹⁰⁰ García-Ochoa Mayor, D. y Eguía Moreno, J.M., *Op. cit.*, 2016.

¹⁰¹ *Id.*

¹⁰² *Id.*

la que determina en su artículo 34 impone el mandato a la CNMV de desarrollar el contenido aplicable a los fondos de titulización en aras de garantizar una regulación completa que garantice el cumplimiento de los objetivos perseguidos por la LFFE, centrándose especialmente en recoger una actualización sobre los nuevos requisitos de transparencia y publicidad de las operaciones de titulización.¹⁰³

Es importante destacar que esta Circular no plantea una completa reforma de la Circular 2/2009, siendo heredera de sus fundamentos y principios básicos, reproduce gran parte de su estructura y contenido normativo. Por tanto, debe ser considerado más bien como una refundición de la normativa previa en la materia, al mismo tiempo que incluye las modificaciones y nuevas exigencias de información establecidas por la LFFE.¹⁰⁴

Esto sigue la línea marcada por uno de los tres ejes principales comentados respecto de la LFFE, por los que se establece la necesidad de lograr una regulación más clara a través de una mayor unificación del marco normativo como solución a uno de los principales problemas acaecidos en el pasado respecto a la dispersión normativa, en aras de garantizar una mayor seguridad jurídica.¹⁰⁵

Entre las principales novedades que introduce la Circular 2/2016 respecto a la derogada Circular 2/2009, se reconoce por primera vez de forma expresa la posibilidad de emitir bonos de titulización sobre préstamos al consumo, préstamos para la adquisición de automóviles y préstamos a pequeñas empresas en España, que hasta el momento no eran posibles. De esta forma, se consigue igualar los activos titulizables en el mercado español con aquellos reconocidos en otros Estados de nuestro entorno, evitando que entidades financieras o de crédito españolas tenga que acudir al extranjero para llevar a cabo estas operaciones.¹⁰⁶

Por otro lado, con la intención de lograr una mayor protección de los inversores, se introduce una limitación relativa al nivel de riesgo que puede ser

¹⁰³ Circular 2/2016, de 20 de abril, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

¹⁰⁴ *Id.*

¹⁰⁵ *Id.*

¹⁰⁶ *Id.*

aglutinado por el fondo de titulización en un único inversor. Así, se evita uno de los principales problemas acaecidos en el pasado por el cual algunas partes del proceso de titulización estaban excesivamente expuestas a los riesgos de impago. En concreto, se limita la posición de un inversor respecto de una oferta de titulización a un 25 % de los títulos emitidos o un 5 % del valor total de los activos de un fondo de titulización. En caso de que se excedan dichos límites en cualquier momento por circunstancias ajenas a la voluntad del inversor (por ejemplo, adquisición sucesoria de activos del fondo de titulización), se deberá notificar inmediatamente a la CNMV de tal situación, iniciando el proceso de transmisión para retornar a una posición en línea con la regulación aplicable.¹⁰⁷

Por último, se refuerzan los requisitos de transparencia y publicidad a los que se deben atener las distintas partes involucradas en los procesos de titulización de cara a recoger en el marco normativo español algunas de las *best practices* implementadas a nivel internacional como mecanismos cortafuegos ante futuras situaciones de insolvencia sobrevenida en el mercado. En este sentido, se establecen exigencias sobre: (i) la información que debe facilitarse a los inversores en el folleto informativo, añadiendo la necesidad de incluir una descripción detallada de los criterios de selección de los activos de los fondos de titulización y de los procesos de verificación de la calidad de los mismos y (ii) los informes periódicos que detallen la evolución de la cartera de activos subyacentes y el debido cumplimiento de las obligaciones de información y transparencia por parte del fondo de titulización.¹⁰⁸

2. PARTICIPACIÓN NORMATIVA SUPRANACIONAL

Pese a que una parte importante de la regulación en el marco de las titulizaciones en España es de carácter nacional, se debe atender a otras de ámbito supranacional. La labor legislativa a nivel supranacional se ha reforzado especialmente tras el 2008 de cara a buscar un fortalecimiento del sistema sobre el que afloraran numerosas carencias hasta el momento desconocidas. Así, debemos resaltar de forma independiente el papel de la Unión Europea que, a través de normas de carácter imperativo y de aplicación directa como Reglamentos

¹⁰⁷ *Id.*

¹⁰⁸ *Id.*

así como normas dispositivas en función del desarrollo normativo del sistema financiera y bancario en el marco comunitario. Asimismo, también es destacable la labor realizada por Organizaciones Internacionales, especialmente aquellas en el ámbito financiero y bancario, que han recopilado una serie de *best practices* con la intención de favorecer el desarrollo de un sistema de titulizaciones más sostenibles a medio y largo plazo.

2.1. Organizaciones Internacionales

Las Organizaciones Internacionales, han sido las principales precursoras de los estudios e informes que esclarecieron en gran medida las opacidades que existían en el marco normativo anterior de los titulizaciones. Así, se centraron en tratar de asegurar los intereses de muchos de sus miembros mediante la búsqueda de mecanismos que pudiesen reafirmar la posición y confianza del mercado en las titulizaciones como una herramienta crucial en el mercado financiero.¹⁰⁹

Así, debemos diferenciar entre las siguientes Organizaciones Internacionales que han tenido un papel activo en la regulación de las titulizaciones: (i) el Fondo Monetario Internacional con su encuesta para la “Reforma de las Titulizaciones para Promover Crecimiento y Estabilidad Financiera”, (ii) la Organización Internacional de Comisiones de Valores a través de su “Informe sobre el Desarrollo Global en la Regulación de las Titulizaciones” y (iii) el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

2.1.1. Fondo Monetario Internacional

El informe presentado por el Fondo Monetario Internacional reafirma el posicionamiento que ya hemos comentado en este trabajo respecto del cual se considera que las titulizaciones puedan jugar un papel relevante a la hora de diversificar el riesgo al aliviar situaciones de constricción en el sistema financiero. Concretamente, el propio informe resalta el valor que este proceso reformista puede tener para Europa, que está en una posición aventajada al ya contar con salvaguardas y cortafuegos en su sistema financiero y bancario que le permitía prosperar como epicentro del mercado de titulizaciones a nivel internacional. Pese a que este informe fue publicado en el año 2015, desde entonces, el mercado

¹⁰⁹ Banco de Inglaterra y Banco Central Europeo, “*The case for a better functioning securitisation market in the European Union*”, 2014, pp. 3-6.

europea ha experimentado un importante crecimiento en volumen y calidad de las operaciones de titulización, con jurisdicciones como Luxemburgo e Irlanda siendo las referentes en el continente.^{110 111}

El mecanismo mediante el cual se puede lograr de forma más efectiva y eficiente este objetivo es a través de normativa que regule la oferta y demanda en el mercado de titulizaciones. Para ello, se propone un desarrollo normativo centrado en tres líneas fundamentales: (i) control de riesgos y publicidad, (ii) fortalecer los eslabones en la cadena de intermediación y (iii) estimular la demanda. Así, el Fondo Monetario Internacional busca fortalecer aquellas áreas en las que los legisladores nacionales y europeos aún no habían alcanzado, pese a reconocer los importantes progresos que se habían logrado desde la crisis financiera.¹¹²

- Control de riesgos y publicidad

Un sistema de titulizaciones ajeno al control y regulación así como unas autoridades nacionales con falta de medios e información para ejercer el debido control suponen un incremento del riesgo que puede desestabilizar el propio sistema sobre el que se fundamentan las titulizaciones. En este sentido, el estudio del Fondo Monetario Internacional atribuye a la calidad de los activos subyacentes la mayor carga del riesgo asociado a estas operaciones. Por tanto, de cara a lograr un mayor control del riesgo, los esfuerzos se deben centrar sobre tales activos. Para ello, la medida principal que se propone es el incentivo en la participación en el mercado de titulizaciones por parte de inversores ajenos al sistema bancario, dado que una mayor diversificación en el ecosistema de inversores favorecerá una mayor estabilidad y el acceso a capital en el medio y largo plazo.^{113 114}

Esta iniciativa se presenta con particular interés en un mercado que hasta el momento, especialmente en Europa, ha sido dominado por entidades financieras y de crédito. Esto supone que los períodos de bonanza y contracción en el mercado

¹¹⁰ Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P. y Blankenheim, J. “Securitization: The Road Ahead”. Fondo Monetario Internacional. 2015, p. 4-8.

¹¹¹ Fondo Monetario Internacional. IMF Survey: Reform Securitization to Improve Growth, Financial Stability. 2015.

¹¹² *Id.*

¹¹³ Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P. y Blankenheim, J. *Op. cit.*, p. 21-26.

¹¹⁴ Fondo Monetario Internacional. *Op. cit.*, 2015.

de las titulaciones se alinea en gran medida con los distintos factores macroeconómicos que afectan al sector bancario como pueden ser los tipos de interés. De esta forma, cuando los bancos requieren de mayor financiación a corto plazo, una de sus herramientas predilectas es acudir a la titulación de algunos de sus activos de dudoso cobro como forma de conseguir liquidez a corto plazo. Sin embargo, en un momento como el actual donde los tipos de interés presionan a aquellas entidades financieras que tienen bonos a largo plazo emitidos a un tipo de interés fuera de mercado, puede hacer que colapse el mercado de titulaciones por darse un exceso de oferta. Es por ello que al fomentar la entrada de nuevos inversores privados, debería dotar de mayor estabilidad las operaciones de titulación al disminuir su dependencia en el sector bancario.¹¹⁵

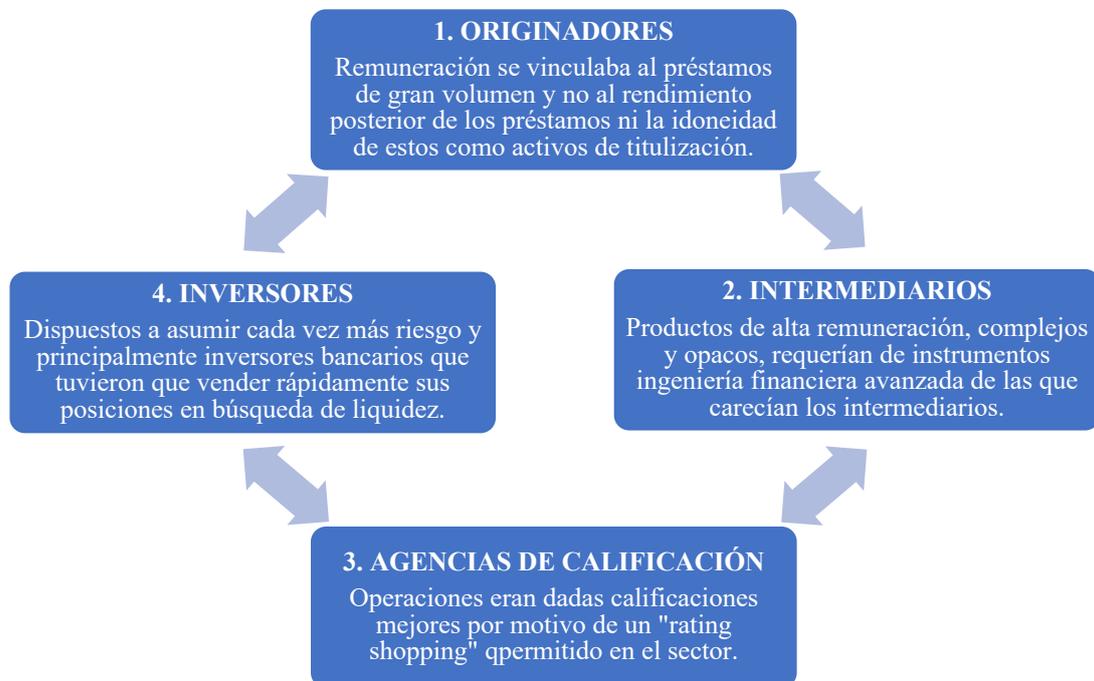
- Fortalecer los eslabones en la cadena de intermediación

Otra de las principales fuentes de conflicto que el Fondo Monetario Internacional presenta en su estudio en relación con la implicación de las operaciones de titulación en la crisis financiera se atribuye al propio sistema en sí. En este sentido, la industria de titulaciones, a través de las principales partes involucradas en estas operaciones, había introducido elementos que provocaron que se entrelazasen en un poderoso ciclo de auto-reforzamiento. Estos elementos que dispararon el riesgo sistemático de las operaciones de titulación provenían principalmente de los originadores, intermediarios, agencias de calificación e inversores.¹¹⁶ Se presente a continuación el esquema que muestra las interrelaciones entre las partes involucradas que acabó provocando el ciclo de auto-reforzamiento:

¹¹⁵ *Id.*

¹¹⁶ *Id.*

Figura 4: Auto-reforzamiento en el mercado de titulaciones entre el año 2000 y 2007.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Para tratar de remediar estas situaciones, desde su estudio, el Fondo Monetario Internacional plantea cuatro medidas: (i) mejorar los controles de calidad e información publicada en relación con los activos subyacentes de cara a prevenir el deterioro sobre los resultados de las operaciones de titulización¹¹⁷, (ii) promover el desarrollo por parte de los intermediarios en operaciones de titulización de estructuras más transparentes y diseñadas para impulsar la financiación de la economía¹¹⁸, (iii) mejorar el proceso de calificación de operaciones mediante un aumento de la transparencia y la eliminación de referencias legislativas a calificaciones externas¹¹⁹ y (iv) garantizar una aplicación uniforme de cargos sobre capitales para las distintos tramos y clases.¹²⁰

¹¹⁷ *Id.*

¹¹⁸ *Id.*

¹¹⁹ *Id.*

¹²⁰ *Id.*

- Estimular la demanda en el mercado de titulizaciones

En este sentido, la mayoría de conclusiones a las que llega en su estudio llevan a decir que el estímulo de la demanda se producirá de forma orgánica mediante la corrección de los puntos anteriormente mencionados. Sin embargo, se pretende resaltar la importancia que puede tener en este proceso reformista el trabajo conjunto y coordinado por parte de los legisladores de distintos Estados.¹²¹

De poco parece que servirá el hecho de que algunos países acometan una reforma adecuada si otras jurisdicciones no siguen sus pasos. Debido a las interconexiones existentes en los mercados financieros actuales, los inversores pueden simplemente trasladar sus activos a aquellas jurisdicciones en las que la legislación sea más benevolente, como está sucediendo actualmente con Irlanda y Luxemburgo. Por tanto, se reconoce el papel promotor que debe tener la UE en este proceso si se quiere acometer cambios significativos que vayan a tener efectos reales sobre el ecosistema financiero.

La conclusión a la que se puede llegar en atención a las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional es que de cara a revitalizar el mercado de titulización se debe acometer una reforma integral que desarrolle medidas con el fin de garantizar que las titulizaciones pueden contribuir al crecimiento económico a la vez que se garantiza la estabilidad financiera y bancaria en los años venideros.

2.1.2. Organización Internacional de Comisiones de Valores

Pese al carácter de dispositivo que tienen sus informes, son de especial valor las recomendaciones que presenta la IOSCO dado que entre sus miembros se reúnen legisladores de valores y mercados de futuros de todo el mundo. Por ende, estas recomendaciones, lejos de caer en papel mojado, si no en los cuerpos normativos nacionales y supranacionales, son tenidos en cuenta por los distintos actores en el mercado de titulización de activos con el fin de implementar sus *best practices*.¹²²

¹²¹ Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P. y Blankenheim, J. “Securitization: The Road Ahead”. *Op. cit.*, p. 19-21.

¹²² Organización Internacional de Comisiones de Valores. Estructura organizativa, 2023, (disponible en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco; última consulta 27/03/2023).

En concreto, es especialmente relevante el informe “Desarrollos Globales en la Regulación de las Titulizaciones” presentado por la IOSCO en el 2012, en el que se recogen una serie de recomendaciones en relación con las operaciones de titulización de activos. Este informe consistió en el estudio de las regulaciones existentes en el momento y las prácticas comunes en la industria para encontrar puntos débiles que debían ser reforzados tras la primera oleada de reformas legislativas urgentes en plena crisis financiera.¹²³

El informe se presenta con la intención de ser una “caja de herramientas” y fuente de inspiración para los legisladores nacionales que estén acometiendo una reforma del sistema de titulizaciones. Así, la IOSCO presenta dos ramas principales de recomendaciones aplicables a todos los Estados: (i) alineación de incentivos y retención del riesgo y (ii) transparencia y estandarización. Como podemos ver, nuevamente uno de los focos principales se pone tanto sobre el riesgo como los requisitos de transparencia en el mercado. Los estudios conducen hacia la percepción de que la asimetría informativa es una de las principales fuentes de riesgo y, por ende, debe ser atajada a toda costa en las distintas reformas legislativas.¹²⁴ Pasamos a analizar a continuación las recomendaciones propuestas por la IOSCO como soluciones a las deficiencias legislativas encontradas en las regulaciones nacionales sobre la titulización de activos.¹²⁵

- Alineación de incentivos y retención del riesgo:

Estas recomendaciones de la IOSCO buscan proveer de una mayor claridad – terminología que como ya hemos visto también recoge la legislación española – de cara a mitigar el riesgo que suponen las operaciones de titulizaciones, especialmente para los inversores como la parte en el lado corto de la asimetría informativa.¹²⁶

En este sentido, se recomienda reformar el sistema de cara a lograr un alineamiento de incentivos entre los inversores y las demás partes involucradas en

¹²³ Organización Internacional de Comisiones de Valores. Desarrollos Globales en la Regulación de las Titulizaciones. 2012, p. 6-8.

¹²⁴ *Ibid.*, p. 3-6.

¹²⁵ *Ibid.*, p. 6-8.

¹²⁶ *Ibid.*, p. 8-11 y 48-49.

una operación de titulización al establecer un mandato sobre la retención del riesgo. Sin embargo, de cara a evitar que se produzca una situación en la que los inversores pueden acudir a mercados alternativos menos regulados, la IOSCO resalta la importancia de acometer esta reforma de forma conjunta, proponiendo una armonización de la regulación aplicable por todos sus miembros para asegurar el flujo de operaciones en el mercado de titulización.¹²⁷

- Transparencia y estandarización:

En lo que respecta al fortalecimiento de los requisitos de transparencia, tal y como hemos comentado, se pretende corregir las asimetrías que plagan el sector desde sus orígenes. Así, la intención es tratar de proveer a las partes involucradas en las operaciones de titulización, prestando especial atención a los inversores por su posición de vulnerabilidad, de la información necesaria para que puedan tomar decisiones informadas. Para lograr esto, se deben desarrollar políticas relativas a una mayor transparencia y la estandarización de las comunicaciones de cara a que no se puede abrumar a los inversores con información poco relevante o presentada de una forma que dificulte su identificación inmediata. En este sentido, se recomienda abordar la elaboración de una serie de plantillas de comunicaciones por parte de las sociedades gestoras y demás partes involucradas en la emisión de títulos de titulización mediante una labor conjunta entre los legisladores, Bancos Centrales y organismos reguladores. En concreto, se considera información esencial a la que deben tener acceso en todo caso los inversores, toda aquella que se considere necesaria para evaluar el potencial rendimiento de una operación y las expectativas de cobertura de pérdidas así como la duración de los activos subyacentes y sus respectivos derechos de cobro.¹²⁸

De esta forma, los inversores tendrán derecho a acceder a la misma información que se haya proporcionado a las agencias de calificación para que estas emitan sus respectivos informes de riesgo crediticio de las operaciones. Se pretende proteger la posición de los inversores al proveerles de un derecho de información

¹²⁷ *Ibid*, p. 48-49.

¹²⁸ *Ibid*, p. 6-8.

que les brinde acceso a la documentación necesaria para poder realizar una inversión siendo conocedores del riesgo legal que se está asumiendo.

En este sentido, la propia reforma española del año 2015 sigue esta misma línea, dando especial importancia a los requisitos de información que deben realizar las partes involucradas de cara a la CNMV. Sin embargo, es pertinente referirse a si este sistema adoptado, donde la asimetría informativa se pretende superar a través de un organismo regulador que tiene atribuidas una diversidad de competencias. Pero es un error tratar las operaciones de titulización como si de cualquier otra operación del mercado de valores se tratara. Si realmente se pretende que la titulización sea una alternativa real a la financiación bancaria, se debe superar los problemas que acarrea la información asimétrica.

2.1.3. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

Desde los Acuerdos de Basilea II y Basilea III se viene recogiendo un marco normativo aplicable a las operaciones de titulización de activos. Sin embargo, desde la aprobación original de los acuerdos en el año 2004 y 2010 respectivamente, el CSBB ha venido realizando revisiones para adaptarse a la situación cambiante, especialmente tras la crisis financiera, la cual destapó serias deficiencias en la regulación aplicable hasta el momento.¹²⁹

Es importante destacar que el CSBB tiene un cometido particular en relación con el mercado de titulizaciones dado que tiene una perspectiva muy marcada hacia el sector bancario dado que sus miembros son las autoridades de supervisión bancaria. Por tanto, su marco normativo se centra en la mayor parte a la protección de la posición de las entidades bancarias en el mercado de titulización. Sin embargo, esto no hace que se deba descartar su relevancia práctica. Como hemos mencionado anteriormente, las entidades financieras son uno de los principales actores dentro de las operaciones de financiación al componer una gran parte de los originadores de deuda, siendo esta situación especialmente acentuada en el caso del mercado español. Por tanto, mediante el análisis del posicionamiento

¹²⁹ Banco de España. Preguntas Frecuentes: Comité de Supervisión de Basilea, 2023, (disponible en https://www.bde.es/bde/es/areas/supervision/actividad/BCBS/El_Comite_de_Su_13e462eab2e4961.html; última consulta 30/03/2023).

del CSBB se podrá conocer cuáles son las *best practices* por parte de los bancos en el sector de las titulaciones.¹³⁰

La primera revisión del CSBB en este sentido fue la revisión del marco normativo de las titulaciones en 2016 de cara a su entrada en vigor en el año 2018. Las principales revisiones incluyeron: (i) la “jerarquía de enfoques” que reducía la resiliencia de la que gozaban las calificaciones crediticias con la intención de abordar los problemas de descapitalización de determinados riesgos que no estaban siendo tenidos en cuenta, (ii) las fuentes de riesgo en cada enfoque que carecían de las necesidades de transparencia y accesibilidad pertinentes y (iii) el capital que los bancos debían mantener para hacer frente a los potenciales riesgos asociados a las operaciones de titulación que supuso una recalibración de las estructuras de titulación.^{131 132}

Por otro lado, el CSBB junto con el IOSCO presentaron una actualización de los Criterios de Identificación, Transparencia y Comparabilidad de Titulaciones en el año 2015 para el desarrollo de las estructuras de titulación de forma clara, transparente y normalizada como agregados a la realización de procesos de *due diligence* que garantizase en mayor medida la posición de las partes involucradas en el proceso.¹³³

En relación con la claridad, esta consiste en promover una mayor homogeneidad de los activos subyacentes que eviten tener características enrevesadas que dificulten la comprensión del nivel del riesgo que estos tienen asociados para los inversores. Asimismo, también se recomendó la utilización de estructuras de titulación que no fuesen excesivamente complejas, dado que su complejidad se asociaba con un mayor desconocimiento por parte de los inversores.¹³⁴

¹³⁰ Marrison, C. Los Fundamentos de la Medición del Riesgo. McGraw Gill. 2002, p. 340-342.

¹³¹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Revisión a la Estructura de Titulación, 2016.

¹³² Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Acuerdo de Basilea III: Revisión del marco normativo de titulaciones. 2016, p. 5-11.

¹³³ *Ibid.*, p. 3-4.

¹³⁴ *Id.*

Respecto a la transparencia, se busca nuevamente proteger de forma más efectiva a los inversores, estableciendo un requisito de información adicional en relación con los activos subyacentes, la estructura de la operación y un organigrama de todas las partes involucradas en la operación. Así, se pretende que el inversor sea conocedor de que partes son las que corren con el riesgo de la operación en caso de que los derechos de cobro no se materialicen y, consecuentemente, sean conocedores en mayor medida de los riesgos que entraña la operación en la que tienen intención de invertir.¹³⁵

Finalmente, la exigencia de comparabilidad busca facilitar el entendimiento de las operaciones al limitar la variabilidad que pueden introducir los emisores de títulos que en muchos casos ocultan el verdadero riesgo que entrañan las operaciones al hacerlas parecer más seguras de lo que realmente son. De esta forma, se permitiría a los inversores comparar de forma más sencilla distintas operaciones en su proceso de toma de decisión, permitiéndoles decantarse por aquellas operaciones que se ajusten mejor a lo que buscan en el mercado.¹³⁶

Pese a que en un primer momento parezca que esta revisión busque un control del riesgo de aquellos inversores que ya se encuentren en el mercado, se puede intuir que en el fondo se trata de una medida que busca aumentar la demanda por este tipo de operaciones. Una mayor claridad, transparencia y comparabilidad suponen reducir la complejidad de unas operaciones que ahuyentaban a muchos inversores que podrían estar dispuestos a invertir en el mercado de titulización. Esta estandarización de distintos elementos lleva a que tanto el análisis de los rendimientos como el nivel de riesgo que acarrea la operación sean más accesibles para los inversores, haciendo las operaciones más atractivas.

Un incremento en la demanda en el mercado de titulizaciones supone una diversificación del riesgo al contar con un mayor grupo de potenciales inversores dispuestos a participar en cualquier operación; o, al menos, permitiría un aumento en la oferta para hacer frente a la mayor demanda. Si atendemos a que la mayor

¹³⁵ *Id.*

¹³⁶ *Id.*

parte de los originadores de deuda son entidades bancarias, este aumento en la demanda de inversión no resulta sólo positivo para el mercado de titulización. A su vez, se lograría una mayor estabilidad del sistema financiero en general al ofrecer a las entidades financieras una fuente de liquidez sobre derechos de dudoso cobro.

2.2. Unión Europea

A nivel europeo, es importante destacar el papel legislativo realizado por parte de la UE en función con la atribución de competencias de las que goza en materia de la regulación del mercado de valores. Es por ello que la aprobación de los Reglamentos de la UE tiene aplicación directa en los Estados Miembros sin requerir de actuación legislativa alguna por su parte al ser directamente invocable ante sus tribunales por cualquier parte interesada. Además, es también importante destacar la relevancia de la Directiva MiFID II en relación con las titulizaciones que pueden ser de interés a la hora de abordar el presente apartado.

Pese a que el mayor peso de la actuación de la UE en relación con la titulización de activos se centra en su participación legislativa, también se debe atender también al papel de la ABE por el importante papel que juegan las entidades bancarias como partes en las operaciones de titulización.

2.2.1. Participación legislativa

Reformado parcialmente por el Reglamento (UE) 2021/557, el Reglamento (UE) 2017/2402 este es el principal cuerpo legislativo en el marco de las operaciones de titulización de activos en el mercado común. De esta forma, la UE pretende asegurar la posición de la titulización como un instrumento básico en el sistema financiero, facilitando que los intermediarios financieros puedan ofrecer sus servicios a la vez que sirve como alternativa para liberar riesgos de sus balances.¹³⁷

En este sentido, se puede discernir un triple objetivo en el procedimiento legislativo de la UE: (i) mejorar la calidad y acceso a la financiación por parte de

¹³⁷ Mínguez, P., “La propuesta de regulación de la Unión Europea en materia de titulización y sus efectos en la legislación española”, Editorial Aranzadi, 2018, p. 342-350.

individuos y sociedades, (ii) lograr un mejor reparto del riesgo en las operaciones de titulización y (iii) garantizar la protección de los inversores como parte más vulnerable en estas operaciones.^{138 139}

Debe tenerse en mente el contexto en el que fue aprobada la última reforma introducida por el Reglamento (UE) 2021/557, en plena crisis como consecuencia de la COVID19, la UE estaba en búsqueda de la recuperación económica. Así, la reforma buscaba mantener el acceso a la financiación mediante alternativas a la financiación bancaria. Sin embargo, como ya hemos comentado, dada la importancia que tienen en muchas jurisdicciones – incluida España – las entidades financieras en el mercado de titulización, esta también suponía una medida de alivio para estas.¹⁴⁰

La principal aportación del Reglamento (UE) 2017/2402 se encuentra en su elaboración de sistema general de titulizaciones que simplifica su normativa aplicable y logra una identificación de una estructura de titulización simple, transparente y normalizada (STS, por sus siglas en inglés). De esta forma, se permite dotar al mercado de una mayor confianza al permitir que los inversores asocien directamente las titulizaciones STS con aquellas que deben regirse por los mayores requisitos de la normativa europea. En concreto, tal y como recoge el artículo 44 del Reglamento (UE) 2017/2402, los denominados requisitos STS vienen establecidos por los artículos 18 a 27, Capítulo 4 del mismo Reglamento. Para que una titulización pueda ser identificada con la denominación de “STS”, la misma deberá cumplir dos requisitos: (i) cumplir con lo expuesto en las Secciones 1ª y 2ª del Capítulo IV del Reglamento (UE) 2017/2402, y (ii) estar incluida en el listado *numerus clausus* de la AEVM reconocido por el apartado 5 del artículo 27.

¹³⁸ 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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

¹³⁹ García-Ochoa Mayor, D. y Zapata Benito, I., “Comentario breve al Reglamento (UE) 2017/2402, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la Titulización Simple, Transparente y Normalizada”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 151/2018, Editorial Aranzadi, 2018, pp. 291-316.

¹⁴⁰ Minguéz, P., *Op. cit.*, p. 342-350.

En caso de que se falte a cualquiera de estos requisitos, una operación de titulización no podrá ser denominada como STS.^{141 142}

En búsqueda de aumentar la demanda en el mercado de titulizaciones, el Reglamento (UE) 2017/2402 regula una de las mayores incógnitas de las titulizaciones: su adecuación para los inversores minoristas. Sin embargo, en línea con las recomendaciones provenientes de otras Organizaciones Internacionales que remarcaban el valor que puede tener aumentar la accesibilidad a las operaciones de titulización, se abre en par la posibilidad a esta nueva fuente de inversión mediante su reconocimiento y regulación expresa en el artículo 3 de este Reglamento. Esta regulación se acomete comenzando por establecer una prohibición relativa sobre la venta de titulizaciones a clientes minoristas. Sin embargo, dicha prohibición es inmediatamente condicionada, al establecer que esta se admitirá siempre y cuando se cumplan una serie de condiciones. Dichas condiciones se fundan en el cumplimiento de un criterio de idoneidad y una protección adicional del inversor a través de la debida información.^{143 144}

Por otro lado, también se establece un límite cuantitativo en el apartado 2 del artículo 3, por el cual se limita la inversión a: (i) quinientos mil (500.000) euros y (ii) inversión agregada en operaciones de titulizaciones no sea superior al 10% de su portfolio de inversiones. En este último caso, se busca establecer una limitación a la exposición que los inversores minoristas pueden tener en este tipo de operaciones.¹⁴⁵

Este posicionamiento en relación con los inversores minoristas en operaciones de titulización se contrapone frontalmente con la posición y

¹⁴¹ 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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

¹⁴² García-Ochoa Mayor, D. y Zapata Benito, I., *Op. cit.*, pp. 291-316.

¹⁴³ 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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

¹⁴⁴ García-Ochoa Mayor, D. y Zapata Benito, I., *Op. cit.*, pp. 291-316.

¹⁴⁵ 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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

recomendaciones anteriormente sostenidas por regulación anterior de la UE. Esta restringía el acceso al mercado de titulaciones de los inversores minoristas por considerar que se trataban de instrumentos demasiado complejos que requerían de unos recursos y conocimientos que se escapaban del alcance del inversor minorista medio en el mercado de valores.^{146 147}

Además de buscar una reforma del mercado de titulaciones por el lado de los inversores, el Reglamento (UE) 2017/2402 presenta importantes novedades por la parte de los emisores de valores participativos. En este sentido, la principal novedad radica en las obligaciones de retención del riesgo recogidas por el artículo 6 de este Reglamento. Hasta el momento de aprobarse esta reforma a la regulación aplicable, uno de los principales problemas que tenían las operaciones de titulación era la distribución del riesgo entre las partes involucradas en una operación. Así, los emisores eran capaces de transmitir la totalidad del riesgo a sus inversores dado que mediante el cobro garantizado de la totalidad del precio, eran los inversores – especialmente los que se encontraban en los tramos más bajos con la calificación crediticia más arriesgada – los que corrían con todo el riesgo. Esto se consideraba como una práctica desaconsejada dado que esto llevaba a que el reempaquetado de los activos subyacentes y el propio diseño de la estructura de titulación se construía asumiendo grandes riesgos dado que este se transmitía en su totalidad.¹⁴⁸

Para solucionar este conflicto, se ideó lo que se conoce como la retención de riesgo. De esta forma, la intención es hacer que las entidades emisoras deban asumir una parte del riesgo al hacer que la primera parte de las pérdidas por las operaciones de titulación deban ser soportadas por ellas, en lugar de los inversores. El artículo 6 del Reglamento (UE) 2017/2402 establece este baremo de retención de riesgo en un 5% del valor nominal correspondiente a cada uno de los distintos tramos de la operación.¹⁴⁹

¹⁴⁶ Martín Martín, M. R., (2014), *Op. cit.*, p. 27-28.

¹⁴⁷ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II).

¹⁴⁸ García-Ochoa Mayor, D. y Zapata Benito, I., *Op. cit.*, pp. 291-316.

¹⁴⁹ *Id.*

Podemos ver como la regulación de la UE refuerza un mercado que se había visto fuertemente deteriorado tras la crisis financiera del 2008 y que, por el devenir del mercado financiero, no ha podido recuperarse desde entonces. Así, los objetivos de la UE en su actividad legislativa siguen una clara tendencia hacia conseguir regular el mercado de titulizaciones de forma que consiga asegurar las garantías necesarias para proteger a inversores y el sistema en general, pero teniendo presente su relevancia en aras de fomentar la titulización como una herramienta de financiación que puede tener especial interés en determinadas etapas del ciclo económico.¹⁵⁰

La UE ya ha anunciado que, tras la última reforma en el año 2021, pretende presentar nuevas reformas legislativas en el marco de las titulizaciones, comenzando por la regulación de un marco normativo para la titulización de bonos verdes en la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre bonos verdes europeos.^{151 152}

CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES

Tras haber podido profundizar a lo largo del presente trabajo sobre una variedad de situaciones que envuelven el marco histórico, actual y futuro de la titulización de activos, es claro que la “criminalización social” que este instrumento financiero ha sufrido ha sido especialmente cruel. Esto se ha visto agravado por su involucración en la crisis del 2008 así como su asociación con el desahucio por el papel predominante que tiene en España la titulización hipotecaria. Sin embargo, dejando atrás lo que haya podido ser la titulización en otros momentos históricos y las particularidades que envuelvan a la titulización de préstamos hipotecarios, su utilidad y conveniencia es indudable; especialmente en momentos en los que el acceso a la financiación bancaria se encarece como estamos viendo en la actualidad.

¹⁵⁰ Comisión Europea, “Titulizaciones”, 2023. (disponible en https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/securitisation_en; última consulta 30/03/2023).

¹⁵¹ Rossi, L. y Cammarata, M., “Principales novedades de la Propuesta de reglamento sobre los bonos verdes europeos”, Dialnet, 2023.

¹⁵² Comisión Europea, “Titulizaciones”, 2023. (disponible en https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/securitisation_en; última consulta 30/03/2023).

Hay dos puntos concretos que considero que pueden, y en mi opinión deben, marcar el futuro de las titulaciones en el mercado español, pudiendo enmarcarlos bajo la siguiente rúbrica: (i) problemática por la falta de homogeneidad entre distintas jurisdicciones y (ii) potencial de las titulaciones.

i) falta de homogeneidad entre jurisdicciones

La falta de homogeneidad entre jurisdicciones, especialmente entre jurisdicciones cuyos mercados están muy conectados, es una cuestión que ya se viene comentando como una de las principales fuentes de problemas en el marco de las titulaciones. Por ejemplo, así lo reconocieron la CSBB e IOSCO en su informe conjunto sobre las titulaciones al mencionar la importancia que tiene la claridad en la regulación de las titulaciones. Sin embargo, los pasos que se han tomado en esta dirección han sido escasos a lo sumo.

Pese a que la UE sí que ha intentado adoptar un papel más proactivo en atención a la relevancia que tiene el mercado único como uno de sus principios fundamentales, siendo especialmente notable la aprobación del Reglamento (UE) 2017/2402 que regula de forma directa las titulaciones en Europa, estos esfuerzos no han acabado de calar en las jurisdicciones de los Estados miembros en aquellas materias que la propia UE no regula de forma directa. Así pues, son remarcables las diferencias que se encuentran con Estados miembros como Irlanda y Luxemburgo, que están siendo capaces de atraer un mayor volumen de operaciones al favorecer la aprobación de una regulación y procedimiento de control más laxo en favor de la inversión.

Esto puede provocar que nos encontremos en el corto plazo con una situación de competencia *intra*-UE, donde los Estados miembros intenten atraer un mayor volumen de titulaciones. Esto se puede lograr (i) fomentando la propia actividad titulizadora al establecer un sistema que permita a las sociedades acometer este tipo de operaciones con relativa facilidad, lo que puede ir en detrimento de la seguridad del sistema financiero debido al menor control y supervisión de las autoridades sobre el mercado, o (ii) atrayendo nuevos inversores que suponga un aumento en la demanda de las operaciones de titulación.

Sin embargo, una excesiva competitividad por atraer mayor volumen de operaciones resulta muy familiar a lo sucedido en los años anteriores a la crisis financiera en Estados Unidos. Entonces, las entidades originadoras de deuda emitieron deuda – especialmente

hipotecaria – a personas a sabiendas de que no iban a poder hacer frente a las obligaciones de pago futuras, dado que el mercado de titulizaciones podría absorber sus pérdidas. Ahora, esto ya no es una posibilidad al haberse establecido trabas legislativas como la retención del riesgo, pero el año 2008 sigue muy reciente en la memoria del mercado y se debe tener en cuenta lo sucedido la última vez que se buscó el límite de la demanda en el mercado de titulización.

Así, parece que una estrategia de armonización, especialmente si se consigue a nivel *supra*-UE, podría lograr que los legisladores de distintos Estados fuesen capaces de identificar unas condiciones de control y supervisión mínimas que satisfagan sus necesidades básicas de dotar de mayor estabilidad el sistema bancario y financiero tanto a nivel nacional como internacional.

Comenzando por una estandarización del procedimiento de titulización y del establecimiento de unas estructuras marco que sirvan de base al propio mercado, permitirían que los inversores tuviesen un mejor acceso a las vicisitudes de una operación de titulización, que un mayor número de entidades se interesasen por la titulización como un método de financiación alternativa al tradicional sistema financiero y que las autoridades de los distintos Estados pudiesen llevar a cabo una supervisión más directa y sencilla de las distintas operaciones sin que estas se tuviesen que demorar excesivamente por su complejidad y características técnicas. Por tanto, todas las partes se verían beneficiadas de esta iniciativa, que lejos de ser una ideación utópica, es algo que desde distintas organizaciones internacionales, se viene planteando en los últimos años.

ii) potencial de las titulizaciones

Por otro lado, y quizás siendo más interesante si cabe, está el potencial que ofrecen las titulizaciones para el sistema financiero y bancario. Especialmente en una situación como la actual donde un aumento de los tipos de interés ha resultado en un encarecimiento del acceso a la financiación, la titulización puede ocupar un puesto de especial relevancia como fuente de financiación alternativa. Esto tendrían un beneficio doble.

Por un lado, permitiría que las sociedades y empresarios españoles pudiesen solventar sus problemas de liquidez tanto para el pago de sus deudas como la financiación de sus proyectos de inversión, por un menor coste que acudiendo al esquema tradicional de las entidades bancarias. De esta forma, se conseguiría garantizar un acceso a fuentes de

financiación incluso en momentos de mayor debilidad del sector bancario como es el que se está viviendo en la actualidad.

Por otro lado, pese a que el cobro de intereses a los clientes por sus servicios de financiación siguen siendo la principal fuente de ingresos de las entidades bancarias en España, las titulaciones permiten que estas se desprendan de aquellos derechos de cobro “incómodos” en sus balances por requerir una actuación activa por su parte para cobrar. Esto supondría aliviar la carga y presión que tienen estas entidades en el mercado crediticio y financiero dado que no serían las únicas partes a las que una entidad necesitada de financiación pudiese acudir. Esto sería especialmente acentuado en el caso de aquellas entidades privadas que pese a tener necesidades de financiación, no cumplan con las características o condiciones de las entidades financieras para que se le ofrezca las cantidades solicitadas.

Sin embargo, la apertura del mercado de titulación a nuevas entidades, permitiendo que estas puedan emitir títulos, supondría en el estado actual del mercado, un desfase entre la oferta y la demanda por estos activos. Por tanto, esta iniciativa legislativa siguiendo la línea de la LFFE se debe acompañar de un incremento en la demanda por estos. Así pues, se debe promover la entrada de nuevos inversores además de operaciones por un mayor volumen. Sin embargo, aquí entraríamos de nuevo en el mismo conflicto mencionado en el punto anterior relacionado con la falta de homogeneidad entre distintas jurisdicciones. Ante la falta de una legislación que garantice una mayor similitud entre Estados, España se debe posicionar de forma activa como un mercado abierto a la titulación de activos tanto para el punto de vista del emisor como del inversor. Así, no sólo se debería enfocar en detener la salida de capital por las operaciones de titulaciones de sociedades españolas en el extranjero, sino también atraer a sociedades extranjeras para desarrollar operaciones de titulación en España.

Además de establecer un régimen fiscal benevolente para estas operaciones, una de las principales trabas actuales en el mercado de titulación de activos se centra en un punto mencionado en el presente trabajo: el proceso de titulación, especialmente en relación con la excesiva demora que existe en la aprobación de estas operaciones. Esto se debe a que en el marco legislativo del derecho español, existe una mayor preocupación por el control de las operaciones de cara a garantizar la estabilidad del mercado y sistema financiero – en parte por los miedos del pasado tras la crisis del 2008 – en lugar de en fomentar una mayor actividad en el mercado de titulación. En este sentido, es especialmente perjudicial el papel actual de la

CNMV, que realiza una amplia y muy profunda verificación del registro de documentos relativos a estas operaciones. Especialmente en relación con el requisito de informes de, entre otras agencias de calificación y auditores independientes, sobre los activos subyacentes, y el folleto del fondo de titulización y la sociedad gestora. Suponiendo unas trabas excesivas en el procedimiento, la CNMV adopta un papel de revisión muy profunda que supone la devolución de comentarios y revisiones que suponen no sólo la ralentización del proceso, sino que también encarecen la operación.

Por tanto, si el legislador español quiere que el mercado de titulizaciones en España sea un potencial centro de operaciones dentro del mercado europeo e internacional, debe proponer una desregulación que dé mayor libertad a las partes intervinientes, aunque ello suponga hacer sacrificios en cuanto al control y garantías de seguridad y estabilidad de la economía y sistema financiero. Así pues, ante un momento de incertidumbre con los tipos de interés, España se posicionaría como una jurisdicción atractiva para futuras operaciones de titulización que supondría un importante impulso para la economía nacional.

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

Acuerdo de Basilea I: “International convergence of capital measurement and capital standards”, firmado el 15 de julio de 1988.

Acuerdos de Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios, aprobado en diciembre de 2010.

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 (BOE 28 de diciembre de 2017).

Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo, por la que se establecen los requisitos a los que deberán ajustarse los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la Financiación Empresarial.

Circular 2/2016, de 20 de abril, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II).

Directrices sobre los criterios STS para titulizaciones no ABCP (EBA/GL/2018/09), de la Autoridad Bancaria Europea de 12 de diciembre de 2018.

Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el funcionamiento del Reglamento relativo a la titulización, 2022.

Criterios para la Identificación de Titulizaciones Simples, Transparentes y Normalizadas, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y Organización Internacional de Comisiones de Valores, 2015.

Enmienda Técnica del Tratamiento de Capital de Titulizaciones de derechos de dudoso cobro, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2020

2. JURISPRUDENCIA

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª) núm. 708/2021, de 20 de octubre
[versión electrónica - ECLI:ES:TS:2021:3767]

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 11ª) núm. 9/2020, de 8 de enero
[versión electrónica - ECLI:ES:APM:2020:1778].

3. OBRAS DOCTRINALES

Almoguera Gómez, A., “La titulización crediticia: un estudio interdisciplinar”, Bolsa de Madrid, 1995.

Arenillas Lorente, C., “Clausura de las VII Jornadas de Titulización , organizadas por Ahorro y Titulización”, 2007.

Banco de Inglaterra y Banco Central Europeo, “*The case for a better functioning securitisation market in the European Union*”, 2014, pp. 3-6.

Brosnan, M. L., “La titulización como alternativa de financiación”, Capítulo 2, Office of the Comptroller of the Currency, (s.f.), pp. 95-99.

Busto Lago, J.M., “Titulización y Cesión de Créditos Hipotecarios: Consecuencias en la Legitimación Activa en el Proceso de Ejecución Hipotecaria”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 151/2018, Editorial Aranzadi, 2018.

Castilla Barea, M., “Legitimación activa para el ejercicio de acciones en caso de impago de crédito hipotecario titulado en participaciones hipotecarias”, Revista Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil num. 119/2022, Editorial Civitas, 2022.

Catarineu, E. y Pérez, D., “La Titulización de Activos por parte de las Entidades de Crédito: el Modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial”, Dirección General de Regulación del Banco de España, Estabilidad Financiera núm. 14, 2008, pp. 89-95.

Cerrato García, E., “El mercado de instrumentos financieros “verdes”, ¿paradoja o realidad?”, Revista de Derecho del Sistema Financiero nº 4/2022, Editorial Aranzadi, 2022.

- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Revisión a la Estructura de Titulización. 2016.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y Organización Internacional de Comisiones de Valores. Criterios de Identificación, Transparencia y Comparabilidad de Titulizaciones. 2015, p. 3-4.
- Cowan, C., “Government National Mortgage Association”, 2003.
- De Frank, J. F. y Kothari, V., “Introduction to Securitization”, John Wiley & Sons, Primera Edición, 2008, pp. 8-10.
- Delivorias, A., “Understanding Securitisation”, Servicio de Estudios del Parlamento Europeo (EPRS), 2016, pp. 1-4 y 5-6.
- Fernández Ordóñez, M., “La reestructuración del sector bancario español y el Real Decreto-ley para el reforzamiento del sistema financiero”, Banco de España, 2011, pp. 4-6.
- Fondo Monetario Internacional. *IMF Survey: Reform Securitization to Improve Growth, Financial Stability*. 2015.
- Fuentes Egusquiza, I., “La titulización en España: principales características”, Dirección General del Servicio de Estudios del Banco de España, 2007, pp. 94-98.
- García González, A. y García Silvestre, I., “Nuevas tendencias en el mercado de la titulización de activos: el fomento de la titulización sintética en España”, Revista de derecho del mercado de valores, 2015, p. 3.
- García Mandaloniz, M., “Titulización de préstamos participativos garantizados: una vía (conjunta) para dinamizar la financiación de las PYMES”, Revista de Derecho Mercantil nº 248/2003, Editorial Civitas, 2003.
- García-Ochoa Mayor, D. y Eguía Moreno, J.M., “El nuevo régimen de la titulización en España introducido por la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial”, Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales nº 2/2016, Editorial Aranzadi, 2016.
- García-Ochoa Mayor, D. y Zapata Benito, I., “Comentario breve al Reglamento (UE) 2017/2402, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un

- marco específico para la Titulización Simple, Transparente y Normalizada”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil nº 151/2018, Editorial Aranzadi, 2018, pp. 291-316
- García-Vaquero, V. y Maza, L.A., “La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro”, Banco de España, 2003, pp. 51-62.
- Gil Saldaña, A., “Sistema financiero español. Manual práctico: Operaciones de pasivo”, Editorial Civitas, 2018, ISBN 978-84-9197-628-8.
- Hull, J., “*Options, futures and other derivatives*”, Pearson, Primera Edición, 1989.
- Jobst, A., “¿Qué son las Titulizaciones?”, *Back to Basics*, 2008, pp. 48-49.
- Kendall, L. T. y Fishman, M. J., “*A Primer on Securitization*”, MIT Press, 1996.
- Lipson, J. C., “Re: Defining Securitization”, *Cal. L. Rev.*, 2011, p. 1229. Losada López, R., “Estructuras de Titulización: Características e Implicaciones para el sistema financiero”, Monografía nº 14 de la CNMV, 2006,
- Lumpkin, 1999, p. 1 según visto en De Frank, J. F. y Kothari, V., “Introduction to Securitization”, John Wiley & Sons, Primera Edición, 2008, pp. 11-13.
- Madrid Parra, A., “Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015”. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 2015, p. 12.
- Marrison, C. *Los Fundamentos de la Medición del Riesgo*. McGraw Gill. 2002, p. 340-342.
- Martín Martín, M. R., “La titulización en Europa durante la crisis”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Documento de Trabajo nº 49, 2011.
- Martín Martín, M. R., “Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis”, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Documento de Trabajo nº 57, 2014, p. 27-38.
- Minguez, P., “La propuesta de regulación de la Unión Europea en materia de titulización y sus efectos en la legislación española”, Editorial Aranzadi, 2018, p. 342-350.

- Moya León, A.J., Pérez-Pujazón, E. y Trigo Sierra, E., “Cesión de Créditos y cuestiones prácticas de interés: Retracto de Crédito Litigioso y Titulización”, Uría Menéndez, pp. 60-64.
- Organización Internacional de Comisiones de Valores. Desarrollos Globales en la Regulación de las Titulizaciones. 2012, pp. 3-8 y 48-49.
- Payá Pujado, A.S., “La titulación de activos y la empresa familiar”, El acceso a Bolsa, 2005.
- Piñel, A. “La titulización privada como mecanismo alternativo de financiación”. Práctica Mercantil para abogados. Wolters Kluwer, p. 363-383.
- Ranieri, L. S., según visto en Kendall, L. T. y Fishman, M. J., “The origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential”, Capítulo 3, 1996, pp. 31-33.
- Ravina Martín, P., “Nuevo régimen jurídico de la titulización en España”, La Ley Mercantil, 2015.
- Roldán Alegre, J.M., “El papel del «modelo originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007”, Revista Estabilidad Financiera , nº 15, 2008, pp. 11-15.
- Rossi, L. y Cammarata, M., “Principales novedades de la Propuesta de reglamento sobre los bonos verdes europeos”, Dialnet, 2023.
- Schwarcz, S. L., “What is Securitization? And for what purpose?”, Cal. L. Rev., 2012, pp. 1-4.
- Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P. y Blankenheim, J. “Securitization: The Road Ahead”. Fondo Monetario Internacional. 2015, p. 4-8 y 19-26.
- Sunderman, A., et al, “The Rise and Fall of Demand for Securitizations”, Universidad de Harvard, 2014, pp. 5-10 y 27-28.
- Tapia Hermida, A.J., “La titulización de activos para la financiación de las pequeñas y medianas empresas en Europa y en Iberoamérica”, Estudios de derecho mercantil, 2010, pp. 1305-1316.
- Trujillo del Valle, J.A., “Titulización de Activos tras la Crisis Financiera”, Mediterráneo Económico, 2017, pp. 224-241.

4. RECURSOS DE INTERNET

Autoridad Bancaria Europea, “EBA publishes Opinion on the regulatory treatment of non-performing exposure securitisations”, 2019 (disponible en <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-opinion-regulatory-treatment-non-performing-exposure-securitisations>; última consulta 05/04/2023).

Banco de España. Preguntas Frecuentes: Comité de Supervisión de Basilea, 2009. (disponible en <https://web.archive.org/web/20091107221847/http://www.bde.es/webbde/es/seccion/s/prensa/faqs/super2.html>; última consulta 22/03/2022).

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, “Revisión del Marco Normativo de las Titulizaciones”, 2014. (disponible en <https://www.bis.org/press/p141211.htm>; última consulta 05/04/2023).

Comisión Europea, “Securitisation”, 2023. (disponible en https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/securitisation_en; última consulta 30/03/2023).

Legal Dealmaker, “Clifford advises Santander on €1bn STS securitisation”, 2022 (disponible en <https://legaldealmaker.com/clifford-advises-santander-on-e1bn-sts-securitisation/>; última consulta 24/01/2023).

Organización Internacional de Comisiones de Valores. Estructura organizativa. 2023. (disponible en <https://www.iosco.org/about/index.cfm?section=history>; última consulta 20/03/2023).

Travers-Smith, “European Commission ‘Quick Fixes’ – MiFID II and securitisations”, 2020 (disponible en <https://www.traverssmith.com/knowledge/knowledge-container/ec-quick-fixes-mifid-ii-and-securitisations/>; última consulta 14/02/2023).