



FACULTAD DE DERECHO

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA

RÉGIMEN JURÍDICO Y LA PROBLEMÁTICA QUE
PUEDE SURGIR EN CUANTO A LA
RESPONSABILIDAD DE LOS SUJETOS QUE
INTERVIENEN EN EL PROCESO

Autor: Ernesto Morell Peiró

5.º E3, Grupo C

Derecho Mercantil

Tutora: Juana María Pardo Pardo

Madrid

Abril, 2018

Tabla de contenido

1. INTRODUCCIÓN	7
2. OBJETO Y CONTEXTO	9
3. FONDOS DE TITULIZACIÓN	11
3.1. CONCEPTO Y REGULACIÓN	11
3.2. PATRIMONIO	13
3.2.1. ACTIVO	13
3.2.1.1. LAS TRANSMISIONES DE ACTIVOS	17
3.2.2. PASIVO	21
3.3. CONSTITUCIÓN, MODIFICACIÓN Y EXTINCIÓN DE LOS FONDOS	23
3.4. CONCURSO DE ACREEDORES DE LOS FONDOS	28
3.5. TIPOS DE FONDO	30
3.5.1. FONDOS ABIERTOS VS. FONDOS CERRADOS	32
3.5.2. TIPOS DE FONDO POR SU ESTRUCTURACIÓN	34
3.5.2.1. TITULIZACIÓN DE FLUJOS DE CAJA	34
3.5.2.2. TITULIZACIÓN SINTÉTICA	38
4. SOCIEDADES GESTORAS	42
4.1. CONCEPTO Y REGULACIÓN	42
4.2. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES	44
4.3. EL CASO DEL FONDO IM AURIGA PYMES EUR 1, FTA	45
5. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA	50
5.1. EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA	50
5.2. LA REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA EN EUROPA. ESPECIAL FOCO EN ESPAÑA	51
5.3. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA EN LAS TITULIZACIONES	54
6. CONCLUSIÓN: UN NUEVO HORIZONTE	56
7. BIBLIOGRAFÍA	58

Índice de figuras

ILUSTRACIÓN 1: DISTINCIÓN ENTRE COLATERALES	31
ILUSTRACIÓN 2: TITULIZACIÓN DE BONOS (CBO).....	34
ILUSTRACIÓN 3: TITULIZACIÓN SINTÉTICA	40

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

MARF: Mercado Alternativo de Renta Fija

AIAF: Asociación Activos de Intermediarios Financieros

SPV: Special Purpose Vehicle

FTH: Fondo de Titulización Hipotecaria

FTA: Fondo de Titulización de Activos

RMBS: Residential Mortgage Backed Securities

CMBS: Commercial Mortgage Backed Securities

CLO: Collateralized Loan Obligation

CBO: Collateralized Bond Obligation

CDO: Collateralized Debt Obligation

CSO: Collateralized Synthetic Obligation

ABS: Asset Backed Securities

SGFT: Sociedad Gestora de Fondos de Titulización

SGIIC: Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva

LFFE: Ley de Fomento de la Financiación Empresarial

LMH: Ley del Mercado Hipotecario

LMV: Ley del Mercado de Valores

LC: Ley concursal

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

AMF: Autorité des Marchés Financiers

ESMA: European Securities and Markets Authority

EBA: European Banking Agency

ECAI: External Credit Assessment Institutions

NRSRO: National Recognized Statistical Rating Organization

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA
RÉGIMEN JURÍDICO Y LA PROBLEMÁTICA QUE PUEDE
SURGIR EN CUANTO A LA RESPONSABILIDAD DE LOS
SUJETOS QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO

Ernesto Morell Peiró

Universidad Pontificia Comillas (ICADE)

RESUMEN. Desde la crisis financiera y crediticia mundial de 2007, todos los países –incluida España- han intentado mejorar la legislación existente relativa la mercado bancario y de valores. Entre dicha legislación encontramos la relativa a las titulaciones, un proceso o instrumento que permite convertir los créditos que ostentan los cedentes u originadores frente a deudores ajenos al proceso, en valores que facilitan su comercialización y posterior transmisión. En definitiva un instrumento que permite obtener liquidez a través de una fuente alternativa a la bancaria y a la vez, trasladar el riesgo de dicha financiación a un tercero, el inversor o bonista.

Este trabajo realiza un análisis de la legislación existente que afecta a este proceso y a la responsabilidad de los sujetos que intervienen en el mismo desde el punto de vista de una estructura de titulación estándar de flujo de caja. A grandes rasgos se va a analizar el papel del fondo, sociedad gestora, administradores de dicha sociedad, la cesión de créditos por parte de los cedentes y el papel de las agencias calificadoras con la nueva legislación aplicable; centrandose siempre la óptica desde la responsabilidad, desde el punto de vista del autor de este trabajo, de cada uno de estos sujetos en el proceso de titulación.

Palabras clave: titulación, responsabilidad, cesión, administradores, fondo, sociedad gestora.

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA
RÉGIMEN JURÍDICO Y LA PROBLEMÁTICA QUE PUEDE
SURGIR EN CUANTO A LA RESPONSABILIDAD DE LOS
SUJETOS QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO

Ernesto Morell Peiró

Universidad Pontificia Comillas (ICADE)

ABSTRACT. Since the global financial and credit crisis of 2007, all countries - including Spain - have tried to improve existing legislation regarding the banking and securities market. Among such legislation we find the one related to securitisations, a process or instrument that allows converting the credits held by the assignors or originators with debtors outside the process, in values that facilitate their commercialization and subsequent transmission. In short, an instrument that allows obtaining liquidity through an alternative source to the bank and at the same time, transferring the risk of such financing to a third party, the investor or bondholder.

This paper analyzes the existing legislation that affects this process and the responsibility of the parties involved in it, from the point of view of a standard cash flow securitization structure. Broadly speaking, the role of the fund, management company, administrators of said company, the cession of credits by the assignors and the role of the rating agencies with the new applicable legislation will be analyzed; always focusing the optics from the responsibility, from the point of view of the author of this work, of each of these subjects in the securitization process.

Keywords: securitization, responsibility, assignment, administrators, fund, management company.

1. INTRODUCCIÓN

Desde la crisis financiera del 2007 hemos asistido a una transformación de los mercados bancarios y de capitales, tanto en su vertiente financiera como en su vertiente jurídica. El inicio de esta crisis tuvo sus orígenes en el mercado estadounidense en el cual se cometieron errores relacionados con las denominadas hipotecas “sub-prime” (hipotecas con un alto riesgo crediticio de impago), las hipotecas concedidas bajo préstamos “non-conforming” (préstamos sobre los cuales no existe información suficiente sobre la solvencia del acreedor hipotecario) y los préstamos “equity withdrawal” (cuya finalidad no era la adquisición de vivienda aunque se garantizasen los mismos con una hipoteca sobre un bien inmueble)¹.

Con la explosión de la burbuja hipotecaria y la caída de Lehman Brothers, uno de los mayores bancos de inversión estadounidenses que era adalid de los préstamos hipotecarios anteriormente mencionados, se procedió a la ejecución masiva de las hipotecas asociadas a dichos préstamos, que habían sido concedidos por multitud de bancos alrededor del mundo, incluyendo los españoles.² No obstante muchas de dichas hipotecas se encontraban titulizadas en ese momento, lo que significa que el riesgo crediticio de impago por parte de los deudores hipotecarios de dichas hipotecas no lo soportaba el banco emisor, sino los inversores que habían adquirido bonos u otros tipo de productos en base a ellas. Incluso algunas de estas hipotecas titulizadas habían sido adquiridas en base a estructuras de obligaciones de deuda colateralizada por entidades de crédito, empresas de seguros, y “hedge funds” o fondos de cobertura, constituyendo estructuras de titulizaciones sintéticas, cuyo riesgo es mucho mayor dado que el colateral que sirve para estructurar la emisión de bonos no es un activo sino un contrato, normalmente un derivado financiero, cuya liquidez es menor que la de cualquier activo que compongan las estructuras de titulización de flujos de caja, como posteriormente se explicará³.

Desde el estallido de la burbuja crediticia el acceso a fuentes de financiación se ha visto restringido a todos los intervinientes en estos mercados, sin embargo, pese a los excesos cometidos en la concesión de las denominadas hipotecas “sub-prime” y sobretodo pese a los errores cometidos en el ámbito de la titulización, ésta ha seguido ocupando una posición

^{1, 3} Prieto, R. M., & de la Torre, J. (2010). Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia. *Revista de derecho del mercado de valores*, (6), 115-131.

² Parra, A. (2012). Respuestas Jurídicas a la Crisis Financiera de 2008. *Cuadernos de derecho y comercio*, (57).

relevante entre los agentes que intervienen en estos mercados como una vía para acceder a una mejora en la gestión del riesgo de ciertas actividades crediticias y paralelamente acceder a una vía de financiación no bancaria dada la restricción que ha operado en cuanto al acceso crediticio desde ese momento⁴. Desde 2007 el mercado de titulizaciones ha cambiado su óptica hacia una gestión más eficaz del riesgo dado que las colocaciones que se realizaban hasta ese momento a inversores privados cesaron, no obstante los emisores han continuado utilizando el instrumento como una garantía para obtener liquidez de los bancos centrales, adquiriendo ellos mismos los bonos de titulización que ellos mismos han impulsado su emisión o siendo adquiridos por organismos nacionales constituidos a tal efecto, como ocurrió en España en el 2008 con la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros, cuyo objetivo principal era, mediante la adquisición de activos financieros emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización, proveer de crédito a la actividad productiva y empresarial. Este fondo en concreto, imitando a las demás estructuras europeas y el papel de los bancos centrales europeos, adquirió desde su constitución cédulas hipotecarias y bonos de titulización por un total de 19.341 millones de euros⁵.

No obstante, pese a concebirse mayoritariamente la titulización como un instrumento a través de la cual se transmite el riesgo crediticio de los que albergan en sus balances activos con riesgos, desde 2013 con la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), un mercado alternativo a la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), el mercado español de referencia para la renta fija privada, son cada vez más las pequeñas y medianas empresas las que acuden en este mercado en busca de estructuras de titulización para obtener una vía de financiación alternativa a la financiación bancaria y a la emisión de papel comercial (comúnmente denominados pagarés)⁶. Un ejemplo muy notable es el caso de Ekondakin Energía y Medioambiente, S.A, la cual gracias a la financiación a través de la emisión de bonos en MARF ha conseguido llevar a cabo un proyecto de construcción de una planta de tratamiento de residuos urbanos en San Sebastián con la emisión de hasta 80 millones de euros⁷.

⁴ Martín, M. M.^a R. (2009) La titulización en Europa durante la crisis. Documentos de Trabajo n.º 48. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

⁵ Prieto, R. M., & de la Torre, J. (2010). Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia. *Revista de derecho del mercado de valores*, (6), 115-131.

⁶ Martín, M. M.^a R. (2009) La titulización en Europa durante la crisis. Documentos de Trabajo n.º 48. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

⁷ Bolsa y Mercado Español Renta Fija (2018). Documento Base Incorporación de Valores Ekondakin Energía y Medioambiente, S.A, <http://www.bmerf.es/esp/QueEs/MARF/MARFIncorporacionBonos.aspx>

2. OBJETO Y CONTEXTO

Antes de iniciar el estudio del régimen legal de las titulizaciones en España es conveniente definir el término “titulización” y entender qué abarca dicha definición. El término titulización tiene su origen en la legislación anglosajona, en la cual se hace referencia a la representación de derechos mediante “securities” (cuyo significado en español son valores), aunque en nuestra legislación no se hace referencia a dichos valores sino a los títulos en sentido amplio. En todo caso es necesario entender la palabra titulización en sentido amplio como el proceso o instrumento que permite convertir los créditos que ostentan los cedentes u originadores frente a deudores ajenos al proceso, en valores que facilitan su comercialización y posterior transmisión. Así, se entiende la titulización “como un mecanismo técnico de transformación de activos que llevan a cabo las entidades especializadas de gestión”⁸.

La titulización se sirve de un “special purpose vehicle” (SPV), un “vehículo” o canal a través del cual se realiza la transformación de los activos que van a servir de colateral para la emisión de los bonos de titulización. Este “vehículo”, como a continuación se estudiará, es el fondo de titulización, el cual con la nueva regulación centra en su figura el foco legislativo y regulatorio. El papel del fondo en el mecanismo de titulización es vital para la existencia de la propia titulización, puesto que por imperativo legal y sin su intervención, no es posible realizar la conversión de los créditos en valores para su posterior comercialización: solo es posible titular a través de este mecanismo.

Las operaciones de titulización en España presentan estructuras muy diversas en cuanto a la naturaleza de los bienes colaterales que componen el patrimonio del cedente (ya que se incluyen préstamos con garantía hipotecaria, préstamos a pequeñas y medianas empresas, descuento de pagarés o contratos de arrendamiento financiero, entre otros)⁹, de los tramos de riesgo-rentabilidad en los que se pueda emitir, de las posibles transmisiones de activos con posterioridad a la constitución del fondo o del carácter público o privado del inversor a que se

⁸ Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. Revista de derecho del mercado de valores, (16), 10.

⁹ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: titulización. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

dirijan, entre otras; pero todos ellas tienen en común unos mismos sujetos intervinientes en estos procesos, unos sujetos que independientemente de la estructura y demás caracteres de la operación siempre van a estar presentes, ya sea por imperativo legal, como el caso de los fondos de titulización, las sociedades gestoras que se encargan de su administración y representación y los cedentes que son quienes se encargan de realizar las transmisiones de los activos al fondo, o por voluntad de los anteriores sujetos, como es el caso de las agencias de calificación crediticia. A continuación se estudiará la regulación legal de todos estos sujetos, tanto aquellos cuya participación es imperativa como voluntaria, y las responsabilidades que asumen en el proceso de titulización de los derechos de crédito desde un punto de vista general.

3. FONDOS DE TITULIZACIÓN

3.1. CONCEPTO Y REGULACIÓN

Los fondos de titulización son herederos de la institución anglosajona del “trust” en cuanto ostentan las características fiduciarias de esta institución pero no las características societarias al constituir un SPV¹⁰.

Los fondos de titulización actualmente se regulan en base a la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE), en la que el artículo 15 de dicha ley define los mismos como patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, con valor patrimonial nulo e integrados por un activo y un pasivo que deben mantener un equilibrio para su correcto funcionamiento¹¹. El carácter que se les otorga a los fondos de titulización es puramente instrumental y ello es en consecuencia de dicho valor patrimonial nulo, debido al cual activo y pasivo deben coincidir contablemente en todo momento ya que no se genera patrimonio neto. No existe una aportación inicial en forma de capital social que constituya el fondo desde su origen puesto que no existe para estos fondos las figuras societarias de fundación simultánea o sucesiva. El fondo es en sí un instrumento fiduciario, que imita las características de la figura anglosajona del trust en su vertiente instrumental y no societaria ya que el trust inglés a diferencia de los fondos de titulización españoles, goza de dos vertientes, una instrumental y otra societaria, mientras que nuestros fondos de titulización carecen de dicha vertiente societaria, supeditándose su control y administración por una sociedad gestora, otra entidad en definitiva¹².

Anticipando conceptos, en términos generales podemos afirmar que en cuanto a su activo, éste se compone de derechos de crédito ya sean presentes o futuros y en cuanto a su pasivo, éste está formado por los valores de renta fija que se emitan y por los créditos concedidos por cualquier tercero.

¹⁰ Hermida, A. J. T. (2010). La titulización de activos para la financiación de las pequeñas y medianas empresas en Europa y en Iberoamérica. In *Estudios de derecho mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (pp. 1293-1319).

¹¹ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

¹² Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 10.

La LFFE ha contribuido a (i) a introducir el concepto de compartimentación y (ii) eliminar las diferencias entre ambos tipos de fondos¹³. Respecto de las primeras novedades que integra la LFFE es que el activo de los fondos podrá dividirse en agrupaciones independientes entre sí – “compartimentos”- con cargo a los cuales se pueden emitir valores o asumir obligaciones de diferentes clases, por lo que se puede emitir diversos tipos de bonos de titulización con diferentes características desde un mismo fondo y teniendo como referencia un mismo colateral. El carácter independiente de la compartimentación conlleva que la parte del patrimonio atribuido a cada compartimento debe responder únicamente por los gastos, costes y obligaciones que se le atribuyan y no de los demás costes, gastos y obligaciones asumidos por otros compartimentos, así mismo, en cuanto a los costes, gastos y obligaciones (como por ejemplo los gastos generales de inscripción del fondo) que no hayan sido asumidos por ningún compartimento son asumidos proporcionalmente por cada compartimento en atención a la proporción que se establece en la escritura de constitución. La independencia de los compartimentos conlleva que los acreedores de un compartimento (inversores, bonistas o terceros) solo pueden hacer efectivos sus créditos contra el activo que forma el patrimonio de dicho compartimento¹⁴.

El concepto de fondo como institución fiduciaria similar al “trust” ya se regulaba en la Ley 19/1992, y en el Real Decreto 926/1998, diferenciándose en un primer momento entre Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH) y Fondos De Titulización de Activos (FTA) (las disposiciones antes mencionadas, así como la división entre estos dos tipos de fondos se estudia con detalle en el epígrafe siguiente). La LFFE, como segunda gran novedad, ha eliminado las diferencias entre estos dos tipos de fondos y se ha caracterizado por establecer un concepto único, amplio, sin adjetivos calificativos y omnicomprensivo: Fondo de Titulización¹⁵; de esta forma se centra la regulación en el carácter definitorio de los mismos como patrimonios separados, sin personalidad jurídica y con un valor patrimonial nulo. La otra novedad incorporada –la compartimentación- conlleva que se realicen diversas emisiones distintas de bonos sin necesidad de constituir un fondo para cada una de ellas, es en sí un mecanismo simplificador de la gestión de dichos fondos.

13 Uría Menéndez (2015). La nueva ley de fomento de la financiación empresarial. *Foro de actualidad*.

14 Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 10.

15 Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

3.2. PATRIMONIO

Los fondos están compuestos de dos elementos únicamente: activo y pasivo. Los activos que pueden formar parte del patrimonio del fondo están regulados en el artículo 16.1 de la Ley 5/2015. En cambio los elementos que pueden formar parte del patrimonio se encuentran regulados en el artículo 18.1 de la misma ley.

3.2.1. ACTIVO

Ya se había avanzado que el activo de los fondos está compuesto por derechos de crédito, pero específicamente los fondos pueden incorporar (i) derechos de crédito presentes que figuren en el activo del cedente y (ii) derechos de créditos futuros que constituyan ingresos o cobros de una magnitud conocida o que se pueda estimar en el momento de incorporación.

En referencia a los derechos de crédito presentes, la norma utiliza la expresión “los derechos de crédito que figuren en el activo del cedente” en el apartado A) del artículo 16.1 y se entiende a mi juicio, dada esta generalidad, que se incluyen todos los derechos de crédito posibles que figuren en dicho activo-. Además se entiende que se hace mención únicamente a través de este apartado a los derechos de crédito presentes dada la distinción especial que se hace para los derechos de crédito futuros del apartado b) de ese mismo artículo. Por poner un ejemplo en un balance de un banco podemos encontrar hipotecas que cumplan con los requisitos del artículo 2 de la LMH, hipotecas que no cumplan con dichos requisitos, préstamos concedidos para la concesión de automóviles, préstamos a pequeñas empresas y préstamos personales a clientes; todos ellos por tanto son derechos de crédito con naturaleza muy distinta entre si, pero al figurar en el balance del banco son por tanto son titulizables.

En referencia a los derechos de crédito presentes además se realiza en la propia norma una especial mención a las “participaciones hipotecarias” así como a “los certificados de transmisión de hipoteca” (sic “hipotecarios”) regulados en la LMH. Los motivos que hacen pensar en su mención específica son dos: por una parte la relevancia histórica de este tipo de productos en cuanto son objeto de la titulización hipotecaria (antiguamente regulados por la Ley 19/1992) y la relevancia económica que tiene puesto que el impacto proporcional en el mercado de titulizaciones español es altísimo, se puede cuantificar con los datos del año 2017: los bonos de titulización sobre préstamos hipotecarios, préstamos a consumidores y préstamos a entidades

empresariales alcanzaron un total de 13.276 millones de euros, alcanzando las titulizaciones un total de 197.015 millones de euros de capital en negociación¹⁶.

En referencia ahora a los derechos de crédito futuros, la norma hace mención a dos requisitos que deben reunir estos derechos de crédito futuros para ser considerados como tales: constituir ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada y que su transmisión se formalice contractualmente de modo que quede probada – de forma inequívoca y fehaciente- la cesión de la titularidad. La propia norma así pues ejemplifica algunos de estos derechos de crédito futuros aptos para ser derechos de crédito titulizables, como “el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, atendiendo a las reglas especiales en cuanto a la autorización administrativa pertinente y al régimen jurídico aplicable a la concesión y los restantes derechos de naturaleza análoga a los anteriores que se determinen por circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”¹⁷. Estos dos ejemplos no son limitativos en cuanto a los derechos de crédito futuros titulizables, puesto que se otorga a la CNMV la posibilidad de dictaminar reglamentariamente –a través de una circular- cuales son los derechos de crédito futuros titulizables¹⁸. No obstante es necesario recalcar que a día de hoy dicha Circular no ha sido emitida y es por tanto de aplicación la Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos y de habilitación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y obligaciones de información aplicables a los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras¹⁹. En dicha orden ministerial, en su artículo segundo se establecen los derechos de crédito futuros titulizables, como los provenientes de arrendamientos sujetos a un contrato de arrendamiento, los frutos derivados de la explotación de una obra o prestación

¹⁶ De la Torre, J. V. & Cruz, M. R. (2018). Structured Finance & Securitisation Questionary. *Getting the Deal Through*.

¹⁷ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

¹⁸ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: titulización. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

¹⁹ De la Torre, J. V. & Cruz, M. R. (2018). Structured Finance & Securitisation Questionary. *Getting the Deal Through*

protegida (en referencia a los activos de propiedad intelectual) o los derechos de cobro de la contraprestación de la venta o suministro de bienes o prestación de servicios; entre otros²⁰.

El tenor literal del apartado b) del artículo 16.1 de la LFFE provoca que en ocasiones exista discusión acerca de la elegibilidad de los derechos de crédito futuros. A modo de ejemplo si pensáramos en los derechos de crédito derivados del cobro de peajes en una concesión administrativa sobre una carretera, podemos determinar que aunque se haya estudiado técnica y estadísticamente el flujo de coches y por tanto los derechos de crédito que se van a originar, es difícil determinarlos con exactitud, por lo que aquellos que a priori se determinen y a posteriori no se originen no deberían calificarse como derechos de crédito titulizables y deberían “descontarse” de aquellos incluidos en el activo del fondo, inclusión que se realiza en un momento anterior a su determinación como derechos de crédito no originados²¹. No solo eso, sino que en ocasiones cuando se produce el pago del peaje no se puede determinar cuando va a finalizar el trayecto por lo que el pago se realiza por adelantado, para estos casos es doctrinalmente discutido que este pago por adelantado sea calificado como un derecho de crédito²².

Estos problemas anteriormente explicados no se dan en otros supuestos como en el caso de los derechos de créditos futuros derivados de un contrato de arrendamiento, ya que la ley exige únicamente que los derechos de crédito constituyan “ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada” y en este tipo de supuestos es evidentemente más sencillo determinar a priori dichos ingresos de magnitud conocida²³.

La vía de adquisición de los activos que van a componer el patrimonio del fondo está regulada en el artículo 16.2 de la ley 5/2015 y contempla más posibilidades que las leyes anteriores en la que tradicionalmente se reconocía como única vía posible la cesión ordinaria; por poner un

²⁰ Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos y de habilitación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y obligaciones de información aplicables a los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras. Boletín Oficial del Estado, núm. 274, de 16 de noviembre de 2005, páginas 37.454 a 37.456 (3 págs.)

²¹ Fernández, F. U. (2006). La titulización de los derechos de crédito de los concesionarios. El problema del concurso del cedente. Estado de la cuestión. *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, (5), 93-111.

²² Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 10.

²³ De la Torre, J. V. & Cruz, M. R. (2018). Structured Finance & Securitisation Questionary. *Getting the Deal Through*

ejemplo en el Real Decreto 926/1998 se requería que la gestión y la administración de los activos cedidos al fondo se realizase a través de una cesión por parte del originador y no se otorgase ninguna garantía la misma, no se contemplaba ninguna otra opción dentro del marco de actuación que planteaba la norma. Con la actual ley el abanico de posibilidades es más amplio puesto que se reconoce la cesión, la adquisición la suscripción en mercados primarios u cualquier otro método admitido en derecho como criterios válidos para su incorporación como activo (como se puede observar la ley utiliza un criterio subsidiario de cierre al admitir su incorporación a través de cualquier modo admitido en derecho)²⁴.

Con nuestra actual norma, los requisitos que tiene que cumplir una transmisión de activos entre el originador o cesionario y el fondo de titulización vienen recogidos en el artículo 17 de la Ley 5/2015. En dicho artículo ya no se encuentran los requisitos anteriormente exigidos por las anteriores normas reguladoras de los Fondos de Titulización Hipotecaria y de Activos sino que la cesión, adquisición, suscripción o cualquier otro método recogido solo debe cumplir ahora con unos criterios a mi entender mucho más flexibles, puesto en primer lugar es necesario cumplir con el ya citado y explicado artículo 16.2, además de²⁵:

-Disponer las cuentas auditadas de los dos últimos años tanto el originador como el transmitente de los derechos de crédito (este último, en caso que no exista coincidencia de sujetos en cuanto a originador y transmitente) o disponer así mismo de la dispensa de la CNMV en el caso que no se reúna el anterior requisito contable,

-Informar en las memorias anuales acerca de las operaciones de transmisión de derechos de crédito presentes y futuros que afecten a cada ejercicio respectivamente,

-Formalizarse en documento contractual que acredite el negocio jurídico, y

-Realizar la entrega, por parte de la sociedad gestora del fondo, a la CNMV, del Documento Base Informativo de Inversión la primera vez que realice el fondo una emisión. Deberá suscribirse dicho documento base con el transmitente detallando los activos que se vana

²⁴ La Ley, R. D. (2015). Principales novedades de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. *Diario La Ley*, (8529), 1.

²⁵ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

incorporar al patrimonio del fondo y el cumplimiento de estos activos de los requisitos reunidos en la escritura de constitución.

Como se puede ver, los únicos requisitos adicionales al artículo 16.2 son de carácter contable y/o formal. No es necesario que los activos cedidos sean homogéneos (concepto jurídico indeterminado) o que se realizase por la totalidad del plazo remanente, como establecía el Real Decreto 927/1998 en su artículo 2.

3.2.1.1. LAS TRANSMISIONES DE ACTIVOS

Hemos visto con anterioridad que el activo de los fondos de titulización puede estar formado por derechos de crédito presentes y futuros y que dichos derechos de crédito son incorporados al fondo de titulización a través de una transmisión de los mismos por parte del cedente u originador conforme al artículo 17 de la Ley 5/2015. No obstante es razonable plantear dudas respecto a esta transmisión: (i) si por una parte dicha transmisión consiste en una cesión de crédito conforme a los artículos 1.112 y 1.526 del Código Civil o si se trata de una “aportación” de crédito distinta de una cesión de crédito en cuanto a su naturaleza y (ii) si quien ostenta la legitimación activa para reclamar judicialmente dichos derechos de crédito en caso litigioso es el fondo, la sociedad gestora o el propio cedente.

La respuesta a la primera pregunta plantea dos realidades cuyas consecuencias son muy distintas entre sí. La cesión de crédito es un negocio jurídico a través del cual un acreedor transmite a otra persona (acreedor cesionario) los derechos que el primero ostenta frente a un tercero, ajeno este tercero a la transmisión, el cual pasa a ser parte deudora del nuevo acreedor sin que la relación primitiva se extinga; en nuestro caso el acreedor es el cedente u originador, el acreedor cesionario es el fondo de titulización y el tercero ajeno es cualquier tipo de deudor del cesionario²⁶ (por poner un ejemplo, los deudores hipotecarios en virtud de la hipoteca concedida por un banco recibirían dicha calificación para el caso que el banco cediera sus derechos de crédito). La definición de este negocio jurídico no se encuentra recogida en el Código Civil, a diferencia de los efectos que plantea el propio código para dicho negocio, que implican, por citar algunos ejemplos. que la cesión de créditos lleve aparejada la cesión de todos sus derechos accesorios como las hipoteca o la prenda (en virtud del artículo 1.528 del Código Civil) o el

²⁶ Wolters Kluwers. “La cesión de créditos”. Guías jurídicas Wolters Kluwers

derecho de retracto en cuanto a la cesión de créditos litigiosos (en virtud del artículo 1.535 del Código Civil), que como ahora veremos, tienen una importancia capital²⁷.

Entendiendo la titulización como un proceso financiero que consiste en transformar activos susceptibles de generar corrientes de ingresos en títulos o valores negociables, como ocurre en la titulización hipotecaria en la que el cedente cede una cartera de préstamos hipotecarios a un fondo, no puede calificarse la titulización en términos estrictos como una cesión de crédito por dos razones principales: (i) en el tráfico jurídico relativo a las titulizaciones, a diferencia de lo que ocurre con una cesión de créditos en el que se aplica el artículo 1.528 del Código Civil, no se realiza una transmisión en bloque de todos los derechos asociados a dicho crédito, compuestos del derecho principal de cobro del crédito del negocio jurídico y de sus derechos accesorios, sino que lo que se transmite es únicamente el derecho principal de cobro del crédito y no los accesorios²⁸ y (ii) aunque sea común en dicho tráfico jurídico que se utilice el término “aportación” en las escrituras de constitución de los fondos para hacer mención a la transmisión de los activos que se realiza por parte del cedente u originador al patrimonio del fondo para incorporarlos éste último en su activo, la técnica que se utiliza tiene más relación con el negocio jurídico de la cesión de créditos, a través de la cual se “aporta” o cede por al fondo el 100% del saldo vivo de los derechos de crédito que se vayan a titularizar y se encuentran en un momento original en el patrimonio del cedente. Por poner un ejemplo, en las titulizaciones hipotecarias de inmuebles residenciales, se cede al fondo, en virtud de la escritura de constitución, el 100% del derecho de crédito con periodicidad mensual que el acreedor hipotecario ostenta frente al deudor hipotecario, pero en ningún caso se cede la hipoteca en virtud de la cual se le ha otorgado al deudor hipotecario dicho crédito²⁹.

No obstante, aunque no se pueda calificar como la transmisión de activos que tiene lugar en las titulizaciones como cesiones de créditos en sentido estricto, teniendo en cuenta lo visto anteriormente y acudiendo al tenor literal de la ley, en la cual el artículo 16.2 especifica que una de las formas de obtener la titularidad de sus activos, es decir de los derechos de crédito que lo componen, es, entre otras, la cesión, podemos concluir que aunque en términos estrictos no se

²⁷ Bruñén, M. J. A. (2017). Problemas de legitimación activa en el procedimiento hipotecario (titulizaciones, cesiones de créditos sin reflejo registral, «retracto» del crédito cedido). *Diario La Ley*, (8963), 1.

²⁸ Dohrmann, K. J. A. (2017). El derecho de información del consumidor a conocer la cesión o titulización del crédito. *Revista crítica de derecho inmobiliario*, 93(764), 2843-2870.

²⁹ López, J. M. L. (2017). La cesión y titulización del crédito hipotecario: efectos sobre la ejecución.

puede considerar la transmisión de activos de los cedentes al fondo como una cesión de crédito sí que puede ser entendida como tal desde una perspectiva amplia del término cesión³⁰, independientemente del “nomen iuris” que se le otorgue al contrato o acuerdo social mediante el cual se apruebe dicha transmisión (vid. STS de la Sala de lo Civil, Secc 1.ª, de 31 de mayo de 2010 y ATS de la Sala de los Civil, Secc 1.º, de 11 de mayo de 2015)³¹.

Respondiendo ahora a la segunda pregunta, es vital que cuando se haya producido la integración de los derechos de crédito transmitidos en el patrimonio del fondo, éste sea capaz de declararlos en mora o vencidos y reclamarlos judicialmente, puesto que de lo contrario (en caso de impago de dichos derechos de crédito por parte de los deudores) no se mantendría el equilibrio patrimonial entre el activo y pasivo del fondo. Es vital por tanto definir quienes ostentan la legitimación activa en los procesos declarativos y ejecutivos; sin embargo, a la pregunta de quien ostenta dicha legitimación activa en los procesos judiciales en los que el objeto de los mismos es un crédito titulizado no existe una respuesta pacífica por parte de la jurisprudencia: dependiendo de la jerarquía judicial y organización territorial, los pronunciamientos son distintos en sentidos en los que o bien se acepta la legitimación activa de los fondos y de las sociedades gestoras además de la de los cedentes, o bien solo se acepta la legitimación de los cedentes³².

Se cuestiona por todos los tribunales, aunque en un grado mayor por los juzgados de primera instancia, la legitimación “ad processum” (la requerida para ser parte en los procesos judiciales) y la legitimación “ad causam” (la requerida para activar un proceso por la relación material que ostenta con el derecho que se ejercita, bien por ser titular del mismo, bien por estar habilitado para ejercitar el ajeno)³³ de los fondos de titulización, pese a que en la mayoría de titulizaciones se le confieran a dichos fondos, por las sociedades gestoras, en base a la escritura de constitución de los mismos, facultades cuasi dominicales en comparación a las que ostentan las sociedades

30 Bruñén, M. J. A. (2017). Problemas de legitimación activa en el procedimiento hipotecario (titulizaciones, cesiones de créditos sin reflejo registral, «retracto» del crédito cedido). *Diario La Ley*, (8963), 1.

31 34 López, J. M. L. (2017). La cesión y titulización del crédito hipotecario: efectos sobre la ejecución.

32 Moya Fernández, A. J., Pérez-Pujazón, E., & Trigo Sierra, E. (2016). Cesión de créditos y cuestiones prácticas de interés: retracto de crédito litigioso y titulización. *Actualidad Jurídica (1578-956X)*, (44).

33 Wolters Kluwers. “La legitimación ad processum y ad causam”. *Guías jurídicas Wolters Kluwers*.

35 Ley 42/2015, de 5 de octubre, de reforma de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. *Boletín Oficial del Estado núm. 239, de 06/10/2015*

gestoras en cuanto a enajenación de los bienes que compongan su activo, la renegociación o la reclamación judicial de los mismos, entre otras³⁴.

A mi juicio, la solución para determinar la legitimación activa en procesos como la reclamación de créditos titulizados recae en la correcta aplicación de la Ley de Enjuiciamiento Civil³⁵, concretamente para determinar la concurrencia “ad processum” de los fondos de titulización es necesario acudir a los artículos 6.1.4 (Capacidad para ser parte de los patrimonios separados que carezcan de titular o haya sido privado de sus facultades de disposición y administración) y 7.5 (capacidad para comparecer en juicio para dichas masas patrimoniales que hace referencia el anterior artículo) de la Ley de Enjuiciamiento Civil y para determinar la concurrencia “ad causam” a los artículos 10 (la presunción de la condición para ser parte procesal legítima), 812.1 (para la aplicación del proceso monitorio) y 249.1.5º para los juicios declarativos (ámbito del juicio ordinario para las demandas de acciones relativas a condiciones generales de la contratación), y 661 (comunicación de la ejecución a arrendatarios) del mismo cuerpo legal para los juicios ejecutivos.

En el tráfico jurídico, para anticipar la posible divergencia de interpretaciones en cuanto a la titularidad de la legitimación activa en este tipo de procesos, los cedentes, sociedades gestoras y fondos acuden a una solución muy práctica: en el folleto en el que se recogen todos los detalles de la emisión de los bonos de titulización, el cual va dirigido a los inversores y es depositado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se incluye un “Contrato de Administración”³⁶ entre el fondo y el cedente, la naturaleza jurídica del mismo se corresponde con el mandato civil regulado en el Libro IV, Título IX del Código Civil, y a través del cual se apodera al cedente para que ostenten las facultades de representación del fondo en este tipo de procesos en los que se desea declarar en mora a un deudor o reclamarle la cantidad impagada, entre otras facultades³⁷.

³⁶ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: titulización. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

³⁷ BBVA RMBS 5, Fondo de Titulización de Activos (2008). Folleto de emisión de bonos de titulización. Disponible en: <http://www.edt-sg.com/intranet/fondos/fo/EFBVR5.pdf>

3.2.2. PASIVO

Como se avanzó anteriormente en cuanto al pasivo, los fondos lo pueden integrar bien por (i) los valores de renta fija que emitan o (ii) por los créditos que terceras personas les concedan de acuerdo con el artículo 18.2 de la LFFE³⁸.

Los bonos de titulización constituyen dichos valores de renta fija (valores que se califican como valores negociables en virtud del artículo 2.1 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores), pero no son los únicos, ya que además de los bonos de titulización es posible integrar el pasivo por créditos que terceras personas concedan al fondo a través del otorgamiento de préstamos o créditos destinados a la adquisición de los elementos que componen el activo del fondo y el reintegro posterior a través de los flujos de caja que genere el fondo; de esta forma no es necesario acudir a una emisión de bonos que realice el fondo y es posible negociar la contraprestación (interés) otorgada por el capital prestado, contraprestación que es determinada por el fondo en la emisión de los bonos. En relación con los sujetos que pueden ser prestamistas en una operación de titulización se ha optado por eliminar con la actual LFFE las anteriores limitaciones establecidas en cuanto a la naturaleza de los mismos, puesto que debían ser “entidades de crédito”, (conforme al Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, de acuerdo con la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio). Por último en relación con los préstamos de terceros que compongan el pasivo del fondo se ha eliminado también el requisito que debían cumplir los bonos de titulización de superar el 50% del pasivo de los fondos de titulización³⁹.

No obstante pese a las inclusiones que se han realizado en relación con la posibilidad de integrar el pasivo por préstamos o créditos de terceras personas, la utilización del término “bono de titulización” no se ha establecido por la LFFE, puesto ésta solo hace mención a “valores de renta

38 Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

39 Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. Revista de derecho del mercado de valores, (16), 10.

39 Uría Menéndez (2015). La nueva ley de fomento de la financiación empresarial. Foro de actualidad.

fija”, lo que conduce a a mi juicio a pensar que es posible realizar emisiones no solo de bonos de titulización sino también de otros títulos de renta fija. El requisito a cumplir por tanto únicamente será el carácter de renta fija que constituya el pasivo del fondo, y esta es precisamente la naturaleza de los bonos de titulización.

El régimen de los bonos de titulización además se beneficia de la flexibilidad de la norma gracias al artículo 18.2 dado que ese elimina el requisito anterior relativo a que las emisiones se negociaran en un mercado secundario oficial, sino que se admite la posibilidad de que además de negociarse en dichos mercados se negocien en un sistema multilateral de negociación, como MARF. Además se establece la posibilidad de que los bonos de titulización difieran entre si en cuanto al tipo de interés, plazo y forma de amortización, derecho de prelación en el cobro o cualesquiera otras características; de esta forma y en función del inversor al que se dirija cada emisión, es posible adaptar la misma en función de los perfiles de los inversores.⁴⁰ Se permite de esta forma que sea la sociedad gestora la que estructure el pasivo del fondo y establezca el número de tramos que estime necesarios en concordancia con el número de compartimentos que se haya establecido en el activo del fondo o en función de la concurrencia o no de préstamos o créditos de terceras partes que motiven la emisión de bonos con un orden de prelación de pagos.

Adelantando conceptos sobre calificación crediticia es necesario remarcar que se ha extinguido así pues la obligatoriedad de que los bonos presenten una calificación crediticia. Dicha calificación constituye una decisión que recae en la sociedad gestora, pudiendo solicitar voluntariamente la misma a las agencias calificadoras, de esta forma la sociedad gestora mediante la exigencia de una calificación crediticia otorga un plus a la emisión que pretende realizar, lo que en la práctica se da en la totalidad de los casos, puesto que todas las emisiones que se realizan en España cuentan con un informe crediticio sobre el riesgo de los bonos, lo que tiene sentido puesto que ayuda a determinar el cupón pagadero a los inversores.

Para finalizar este apartado es necesario recordar una de las características esenciales de los fondos de titulización: su concepción como patrimonios con “valor patrimonial neto nulo”. La LFFE establece que dicha característica debe cumplirse en el pasivo respecto del activo, en la medida que el valor patrimonial de los flujos de caja que vayan a generar los activos coincidan con el valor patrimonial de los pasivos. Así, uno de los problemas más frecuentes en torno a esta

⁴⁰ Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

cuestión se produce cuando existes los llamados desajustes “temporales” entre estos flujos y los valores que conforman el pasivo⁴¹. En estos casos la responsabilidad de realizar el reajuste del valor patrimonial neto nulo recae en la sociedad gestora, de forma que la ley faculta a la misma para realizar conforme al artículo 18.4, “las operaciones financieras que estime convenientes”⁴² para la consecución del objetivo de igual el valor patrimonial y corregir el desajuste. Entre estas operaciones destacan las permutas financieras, contratos de seguro y contratos de reinversión a tipo de interés garantizado, aunque la norma no realiza una enumeración exhaustiva, por lo que es posible realizar otro tipo de operaciones financieras siempre que tengan dicho objetivo.

3.3. CONSTITUCIÓN, MODIFICACIÓN Y EXTINCIÓN DE LOS FONDOS

Una vez determinado el patrimonio del fondo es necesario estudiar el régimen necesario para su constitución, modificación estatutaria y liquidación y posterior extinción⁴³ si ocurren casos como el del fondo IM Auriga PYMES I, que posteriormente estudiaremos. A diferencia de lo que ocurre en otros mercados europeos todas las actuaciones de los fondos y sus sociedades gestoras se encuentran supervisadas por la CNMV, así:

Para la constitución⁴⁴ de LFFE en su artículo 22, los cuales son⁴⁵:

a) Escrito de solicitud de constitución del fondo, presentado por la sociedad gestora ante la CNMV.

b) Aportación y registro previo en la CNMV de:

1. Proyecto de escritura pública de constitución del fondo de titulización. La ley no entra a perfilar el contenido de la escritura como antes hiciera el artículo 6 del Real Decreto 926/1998.

2. Documentación acreditativa de los activos a agrupar en el fondo.

⁴¹ Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 10.

⁴², ⁴⁴ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

⁴³, ⁴⁴ Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

3. Cualquier otra documentación acreditativa precisa para la constitución del fondo y creación de los compartimentos, si los hubiera, que requiera la CNMV. En este apartado es necesario recordar que la CNMV es el máximo supervisor nacional y por tanto su tarea principal es velar por el correcto funcionamiento del mercado, para ello los inversores deben tener a su alcance toda la información necesaria para poder realizar decisiones fundamentadas en dicho mercado. Es por ello que en aras de la transparencia la CNMV está facultada para requerir cuanta información y documentación sean precisas a su juicio para llevar a cabo una estructura de titulización, dependiendo del perfil del inversor a quien se dirija. Esta misma facultad de control y supervisión podrá dar lugar, a través de la figura de la responsabilidad patrimonial de la administración, a exigir responsabilidad a la CNMV si no ejerce adecuadamente dichas funciones.

c) Aportación de los informes elaborados bien por la sociedad gestora, bien por auditor de cuentas u otro experto independiente con aptitud suficiente a juicio de la CNMV, sobre los elementos que vayan a constituir el activo del fondo de titulización o sus compartimentos. Este requisito puede ser exceptuado por la CNMV, atendiendo al tipo de estructura del fondo y a las circunstancias relevantes de mercado y de protección de los inversores. Asimismo la CNMV debe determinar, para el caso de los fondos abiertos, el régimen de actualización de los informes conforme a los períodos que resulten de la incorporación de nuevos activos.

d) Aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo (que se ha de adaptar al modelo específico determinado por la CNMV) sobre la constitución del fondo de titulización y los compartimentos, si los hubiera, y los pasivos que financiarán los mismos. En caso de que el pasivo del fondo de titulización no estuviera compuesto por valores, se aplicará el procedimiento previsto en el artículo 22.4: (i) únicamente resultará obligatoria para su constitución la solicitud previa a la CNMV y la aportación y registro de la escritura pública de constitución, y (ii) la transmisión de los valores sólo se podrá realizar entre inversores cualificados.

En todo caso se ha de cumplir con el régimen establecido en la Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo para la emisión de valores, en especial atención a su artículo 2 en el que establece los activos negociables.

En función de las particulares características que concurran en la estructura de un fondo de titulización, la CNMV puede condicionar motivadamente la constitución del fondo a que el mismo únicamente dirija sus pasivos a inversores cualificados.

Así mismo, el fondo no podrá realizar ningún tipo de actuación hasta que no hayan sido aprobados y registrados por la CNMV los documentos antes mencionados y elevada a pública su escritura de constitución, puesto que su constitución no se perfecciona hasta la publicación de la escritura de constitución los administradores de los fondos son responsables administrativamente en concordancia con el régimen sancionador establecido en el título VI de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva⁴⁶, así lo recoge el artículo 38 de la LFFE relativo al régimen de supervisión y sanción de las estructuras de titulización.

Cuando se cumpla el requisito del artículo 22.4 ya explicado, la transmisión de los valores solo se podrá realizar entre inversores cualificados. Cabe hacerse la pregunta acerca de la validez de la transmisión que se llevara a cabo contraviniendo esta norma. Parece obvio que se trata de un precepto que tutela el mercado y al inversor particular no cualificado y por tanto cabe esperar que los inversores cualificados cumplan con el precepto legal y observen la restricción que el mismo impone. Si no obstante, con contravención de la prohibición, se llevara a cabo la transmisión de valores a inversores no cualificados, se deberá propugnar en todo caso, llegado un conflicto de intereses o perjuicio del adquirente, la máxima protección del inversor adquirente llegándose incluso a sancionar la nulidad de la transmisión por infracción de norma con rango de Ley.

Para la modificación estatutaria⁴⁷, es necesario acudir al procedimiento único establecido en el artículo 24 de la LFFE, en caso contrario es necesario establecer un nuevo fondo desde su origen. Si en algún momento se desea modificar algún elemento de la escritura por parte de la sociedad gestora, como por ejemplo el número de compartimentos en los que se organiza el activo del fondo deberemos realizar un examen a priori relativo a si la alteración del elemento que se desea modificar dentro de la escritura de constitución es un elemento calificado como de

⁴⁶ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 265, de 05/11/2003.

⁴⁷ Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

“escasa relevancia”, puesto que la CNMV únicamente admite la modificación estatutaria para estos casos. En este tipo de casos de “escasa relevancia” la escritura pública de constitución del fondo de titulización puede ser modificada a solicitud de la sociedad gestora encargada de la administración y representación legal del fondo, sin que ello suponga, en ningún caso, la creación de un nuevo fondo. Para realizar dicha modificación es necesario acreditar:

a) La obtención bien del consentimiento de todos los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo y de los restantes acreedores de sus pasivos, excluidos los acreedores no financieros, o bien el consentimiento de la junta de acreedores, de conformidad con el procedimiento establecido en la escritura de constitución del fondo.

b) Se entiende que los inversores, bonistas o no, realizaron su inversión conforme a los términos establecidos en la escritura de constitución del fondo. En consecuencia su consentimiento se requiere para la modificación de la misma. Por ello mismo, no es necesario dicho consentimiento, cuando concurra alguno de los supuestos siguientes:

1. Que la modificación sea, a juicio de la CNMV, de escasa relevancia como ya se avanzó anteriormente. No se consideran, en ningún caso, de escasa relevancia las modificaciones que afecten a los valores emitidos con cargo al fondo, a las reglas del proceso de liquidación respecto a los valores emitidos o a las reglas para el cálculo de los recursos disponibles que recibe el fondo y su reparto entre las obligaciones de pago frente a los acreedores. En cualquier caso, la sociedad gestora debe acreditar que la modificación no supone merma de las garantías y derechos de los titulares de valores emitidos, que no establece nuevas obligaciones para los mismos y que las calificaciones otorgadas a los pasivos del fondo se mantienen o mejoran tras la modificación.

2. Que, tratándose de un fondo abierto por el pasivo, la modificación sólo afecte a los derechos y obligaciones de los titulares de valores emitidos con posterioridad a la fecha de otorgamiento de la escritura pública de modificación. En estos casos, la sociedad gestora debe acreditar que la modificación mantiene o mejora la posición de los valores emitidos con anterioridad a aquella.

Previa verificación por la CNMV, la sociedad gestora debe otorgar la escritura pública de modificación y aportar a la citada Comisión una copia autorizada de la misma para su

incorporación al registro público correspondiente. La sociedad gestora ha de dar difusión a la modificación de la escritura de constitución del fondo a través de la información pública periódica del fondo y su página web. Asimismo, cuando resulte exigible, debe elaborar un suplemento al folleto del fondo y comunicarse y difundirse como información relevante de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 82 de la LMV.

En cuanto a la extinción⁴⁸, el régimen de extinción del fondo de titulización lo encomienda en el artículo 23 de la ley 5/2015 a la escritura pública de constitución. En dicha escritura de constitución se han de contemplar los supuestos y el procedimiento a través del cual se va a llevar a cabo la extinción del fondo. La escritura paralelamente ha de prever la forma de liquidación del fondo y la amortización de los valores emitidos con cargo al mismo.

En todo caso, será necesario proceder a la extinción del fondo cuando ocurra alguno de los supuestos del artículo 23 de la misma ley, que son los siguientes:

- a) Cuando se hayan amortizado íntegramente los derechos de crédito que agrupe y se hayan liquidado cualesquiera otros bienes y valores que integren su activo.
- b) La junta de acreedores decida por mayoría de tres cuartos su extinción. Esta causa de extinción es nueva, como lo es la propia posibilidad de existencia de la junta de acreedores para la defensa de los legítimos intereses de estos.
- c) Se hayan pagado por completo todos sus pasivos.
- d) Se dé el caso de sustitución forzosa de la sociedad gestora, por ser declarada en concurso, y no se encuentre conforme al artículo 33.2 otra sociedad gestora que la sustituya transcurrido un plazo de cuatro meses.

Como se puede ver la supervisión de la CNMV es constante en estos supuestos de una forma directa, para los supuestos de constitución y modificación estatutaria, y de una forma indirecta para los supuestos de extinción (dada la aprobación de la escritura de constitución por CNMV).

⁴⁸ Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

3.4. CONCURSO DE ACREEDORES DE LOS FONDOS

Como ya se ha visto anteriormente los fondos de titulización como entidades [patrimoniales] pueden constituirse, modificar sus estatutos e incluso extinguirse, aun sin revestir personalidad jurídica, ya que así lo determina la ley. Es momento de concebir, frente a una situación de insolvencia, cual es la solución concursal que la ley le otorga a estas entidades, si por una parte es posible aplicar la Ley 22/2003, de 19 de junio, Concursal (LC)⁴⁹; o alternatively otra solución no recogida por ésta norma general que regula los concursos en España debido a la especial consideración de estas entidades como “vehículos” cuyos patrimonios tienen una consideración diferente debido a su naturaleza.

La disyuntiva entre ambas alternativas también alcanza a la consideración de los activos que puedan formar el activo de los fondos, dada la posible heterogeneidad de éstos que componen el patrimonio de los fondos.

La solución a la disyuntiva a mi juicio se alcanza muy rápidamente acudiendo al artículo 16.4 de la LFFE y al artículo 1.1 de la LC. Respecto del artículo 16.4 se especifica que a los fondos de titulización les será de aplicación, en relación con “los préstamos y demás derechos de crédito que adquieran, el régimen que en favor de los titulares de las participaciones hipotecarias se contempla en el párrafo final del artículo 15 de la ley 2/1981”. El artículo 15 de la ley 2/1981 por su parte hace remite al artículo 10 de la misma ley en caso de que el concurso afecte a la entidad emisora (en nuestro caso el fondo de titulización) y dicho artículo 10 especifica que será aplicable en relación con las “hipotecas inscritas a favor de” las entidades de crédito como bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y establecimientos financieros (en resumen, todas las entidades de crédito que pueden otorgar hipotecas y créditos en virtud de la ley 2/1981) el artículo 71.1 de la LC.

El anterior artículo 71 citado regula las acciones de reintegración derivadas de una situación concursal que puede atravesar cualquier compañía⁵⁰. Estas acciones de reintegración comprenden cualesquiera actos que sean perjudiciales para la compañía en estado de insolvencia, y por tanto a la masa activa del concurso, que se hubieran llevado a cabo durante

⁴⁹ Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Boletín Oficial del Estado núm. 164, de 10/07/2003

⁵⁰ Quetglas. R. S. (2018). Fundamentos de Derecho Empresarial. Derecho Concursal. vol. IV. Thomson Reuters - Civitas, 3^a ed. 2018.

los dos años anteriores a la declaración del concurso, los cuales pueden ser rescindidos incluso en supuestos en los que exista ausencia de fraude. Sin embargo este artículo 71 establece algunos casos en los que no será posible instar las acciones de reintegración, son presunciones calificadas “iuris et de iure” (que no admiten prueba en contrario), otras acciones tienen la consideración “iuris tantum” (que admiten prueba en contrario) y serán rescindibles a no ser que se demuestre lo contrario.

Las acciones que no pueden ser objeto de rescisión por la presunción “iuris et de iure” son principalmente dos: actos y transacciones que se realicen en el transcurso ordinario del negocio y actos extrajudiciales protegidos.

Las acciones que pueden ser objeto de rescisión por su presunción “iuris tantum” son: actos y transacciones onerosas que se realicen a favor de personas relacionadas con la empresa, la constitución o ampliación de las garantías reales que garanticen deuda existente y el vencimiento anticipado de obligaciones garantizadas con garantía real. Fuera de estos actos quedan comprendido los actos gratuitos y los actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuese posterior a la declaración judicial del concurso.

Como ya se explicó anteriormente, los fondos de titulización constituyen entidades con un patrimonio separado de activos y pasivos, sin personalidad jurídica y que están administrados por una Sociedad Gestora. Si acudimos ahora al artículo artículo 1.1 de la LC se especifica que es necesario que la declaración de insolvencia la realice “un deudor en estado de insolvencia” y a diferencia del resto de compañías en España que tienen personalidad jurídica y cuyos caracteres no coinciden con los expresados para los fondos de titulización, los fondos de titulización no tienen la consideración de deudor, por una razón principal: la ausencia de personalidad jurídica, el cual está unido al patrimonio separado que lo constituye y el cual es gestionado por un tercero. De ninguna forma podría ser el fondo considerado como un deudor, ya que su consideración a la luz de la LFFE es de una entidad instrumental de la que se sirven los cedentes para realizar titulizaciones.

Además es necesario recordar que las obligaciones de los fondos de titulización responden individualmente frente a cada inversor o bonista con el activo que haya servido para asegurar la emisión del bono de titulización. Por lo tanto, inversores o bonistas u otros acreedores del fondo de titulización no gozan de ningún derecho de acción contra el propio fondo o sociedad gestora

en caso de que exista un supuesto de incumplimiento de las cantidades debidas por el fondo que se deriven de (i) la existencia de actividades delictivas en los supuestos de pago o falta de pago de los derechos de crédito, (ii) el no cumplimiento de las responsabilidades del cedente o de las contrapartes de las transacciones originadas en beneficio del fondo de titulización o (iii) la insuficiencia de las transacciones financieras dirigidas a asegurar o cubrir las obligaciones financieras de los bonos⁵¹.

Por último, recordando lo expresado más arriba en relación a la aplicación del artículo 71 de la LC a propósito de lo especificado en la LFFE, si el cedente deviniera insolvente, los actos de cesión de los activos sobre los que se derivan los derechos de crédito a favor del fondo (como los inmuebles que originan mensualmente unas rentas relacionadas con los préstamos garantizados con hipoteca que los avalan) pueden estar sujetos a rescisión en virtud de la LC y en consecuencia la administración concursal debería probar la existencia de fraude para que no fuera aplicable lo relativo al artículo 71 de la LC.

3.5. TIPOS DE FONDO

Cuando se trata de los diversos tipos de fondo de titulización que existen en España actualmente, únicamente es posible hacer mención a los diversos tipos en atención a su estructura y en cuanto a la posibilidad de que una vez constituidos se puedan incorporar nuevos activos o pasivos a la estructura de los mismos.

Con anterioridad a la entrada en vigor de la LFFE se realizaba una distinción en base al colateral utilizado entre los FTA y los FTH, regulados respectivamente en base al Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y de las sociedades gestoras de los fondos de titulización y la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.

Es necesario entender la distinción que se hacía y los colaterales utilizados porque siguen siendo los mismos colaterales que se usan actualmente, cuyas diferencias se mantienen a día de hoy.

⁵¹ Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

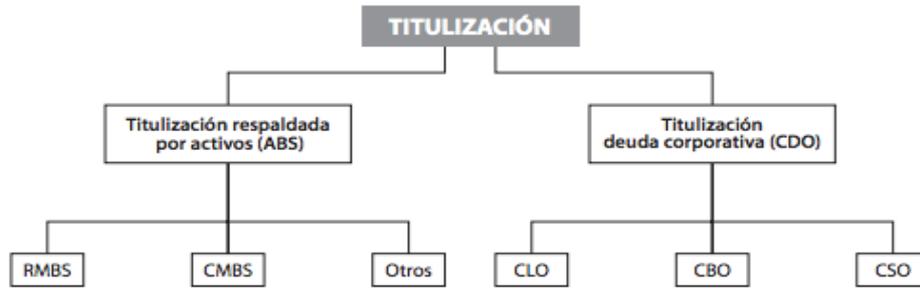


Ilustración 1: Distinción entre colaterales

Fuente: CNMV, Ramiro Losada López

El colateral en los FTA se componía por activos que poseían tanto las empresas financieras como las no financieras. Dentro de esta amplia definición de activos encontramos importantes titulaciones de activos (por su nombre en inglés) englobados todos ellos bajo la categoría de Asset-Backed Securities (ABS) como las titulaciones respaldadas por préstamos hipotecarios residenciales (RMBS, Residential Mortgage Backed Securities) o préstamos hipotecarios sobre locales comerciales (CMBS, Comercial Mortgage Backed Securities). El colateral de los FTH en cambio encontramos otras titulaciones importantes de deuda corporativa, normalmente a través de bonos, (también por sus siglas en inglés) englobados todos ellos bajo la categoría de Collateralized Debt Obligations (CDO) como las titulaciones respaldadas por bonos corporativos (CBO, Collateralized Bond Obligations), por préstamos corporativos (CLO, Collateralized Loan Obligations) y aquellas respaldadas por derivados sobre deuda corporativa (CSO, Collateralized Synthetic Obligations)⁵², constituyendo estas últimas, los CSO, las titulaciones más abstractas y técnicas, causantes en gran medida de la crisis financiera de las hipotecas subprime del año 2007.

La gran diferencia que provocaba la división entre titulaciones respaldadas por ABS y titulaciones respaldadas por CDO se debe a una diferencia en la composición de sus activos. Mientras que las titulaciones respaldadas por ABS son titulaciones en las que los fondos están compuestos de un gran número de componentes, en las titulaciones respaldadas por CDO los fondos están compuestos por un reducido número de componentes, por lo que la asimetría informativa entre inversores y originadores (o los demás intervinientes que estructuran la

⁵² Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

titulización) es menor, ya que resulta más sencillo conocer, comprender y valorar los productos que respaldan la titulización.

Como ya avancé con anterioridad, la actual regulación, la LFFE, ha eliminado la distinción que realizaba la ley 19/1992 y el Real Decreto 926/1998 entre FTA y FTH, estableciendo un único tipo de fondo, el Fondo de Titulización (FT), que agrupa tanto a los antiguos FTA como los FTH. No obstante es necesario recalcar la continuidad de la actividad conforme a las disposiciones de la ley 19/1992 de aquellos FTA y FTH que (i) se hubieran constituido con anterioridad a la entrada de vigor de la LFFE y (ii) que no se hayan extinguido (que continúen con su actividad) a la fecha de entrada en vigor; según la Disposición Transitoria 7.^a de la propia LFFE⁵³.

La tipología marcada por la LFFE divide a los fondos según su estructuración en: titulización de flujos de caja, titulaciones sintéticas (con todas sus variantes) y titulaciones mixtas⁵⁴ que unen elementos de las titulaciones de flujo de caja y las sintéticas. A su vez divide estos tipos de fondos en subtipos, dependiendo de si la estructura admite que se incorporen activos o pasivos a los fondos, o si en cambio no lo permite, estableciéndose así los fondos abiertos y los fondos cerrados.

3.5.1. FONDOS ABIERTOS VS. FONDOS CERRADOS

La distinción entre fondos abiertos y cerrados es mucho más sencilla que la relativa a la distinción de acuerdo a la estructura de titulización. Los fondos cerrados están regulados en el artículo 20 de la LFFE, mientras que los abiertos están regulados en el artículo 21 de la misma ley⁵⁵.

Los fondos cerrados se definen como aquellos “fondos de titulización para los que sus escrituras de constitución no prevean incorporaciones de activos ni de pasivos”. Aunque este tipo de fondos no permita la modificación de su activo y pasivo, sí que se han establecido excepciones como la relativa la inclusión de nuevos activos o pasivos en los meses posteriores al origen (desarrollada más adelante), la sustitución y subsanación de activos en caso de amortización

^{53, 55} Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

⁵⁴ Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

anticipada de los mismos o por la existencia de vicios ocultos (comprobados con posterioridad a la constitución del fondo) y la adquisición transitoria para cubrir desfases temporales en los calendarios de flujos procedentes de los activos incorporados y el de los valores emitidos o créditos recibidos⁵⁶.

Los fondos abiertos se definen en cambio como aquellos “fondos de titulización para los que su escritura de constitución prevea que su activo, su pasivo o ambos puedan modificarse después de la constitución del fondo”. Las formas en las que pueden modificarse son las siguientes⁵⁷:

a) Modificación del pasivo cuando esté prevista tanto la emisión sucesiva de valores, como la concertación de nuevos créditos.

b) Ampliación y sustitución del activo en cualquier momento durante la vida del fondo, en los términos previstos en la escritura de constitución.

c) Realización de una “gestión activa”. Se entiende por gestión activa aquella que, prevista en la escritura de constitución, permite la modificación de los elementos patrimoniales del activo del fondo con el fin de maximizar la rentabilidad, garantizar la calidad de los activos, llevar a cabo un tratamiento adecuado del riesgo o mantener las condiciones establecidas en la escritura de constitución del fondo. No se presume como “gestión activa” la mera sustitución de activos amortizados o liquidados que se produce en los fondos abiertos ni la venta de inmuebles u otros activos adjudicados o dados en pago de los derechos de crédito adquiridos por el fondo de titulización. Así, la política de gestión activa deberá regularse en la escritura de constitución de forma detallada y, en su caso, deberá figurar en el folleto de emisión.

No obstante también se permite que se modifique la estructura de activo y pasivo atendiendo a las mismas excepciones relativas a los fondos cerrados (sustitución, subsanación, y adquisición transitoria)

Las diferencias entre los fondos abiertos y cerrados se establecen ab initio en su escritura de constitución. No es posible por tanto, cambiar su tipología (de cerrado a abierto, o viceversa) una vez constituidos, por lo que sería necesario extinguir el actual y constituir un nuevo fondo.

⁵⁶ De la Torre, J. V. & Cruz, M. R. (2018). Structured Finance & Securitisation Questionary. *Getting the Deal Through*

⁵⁷ Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

Para prevenir posibles errores y facilitar sus subsanaciones el artículo 19 establece para los fondos cerrados un periodo de 4 meses desde la constitución en los que (siempre que se haya previsto en la propia escritura de constitución) se permite incorporar activos o pasivos a la estructura del fondo⁵⁸.

Un requisito común y esencial (so pena de no inscripción) que comparten ambos fondos es la necesidad de establecer el tipo de fondo en cuanto a su carácter abierto o cerrado en la escritura de constitución.

3.5.2. TIPOS DE FONDO POR SU ESTRUCTURACIÓN

3.5.2.1. TITULIZACIÓN DE FLUJOS DE CAJA

Las titulaciones de flujo de caja se diferencian de las demás titulaciones principalmente porque emiten uno o varios tramos de deuda y utilizan el efectivo recaudado por la venta de estos tramos de deuda, a través de la emisión de los bonos, en la compra de los componentes que configuran su activo. En este tipo de estructuras se compone el activo que forma el fondo de titulización por todos aquellos activos que no sean derivados de crédito, pues éstos son los utilizados en las titulaciones sintéticas.

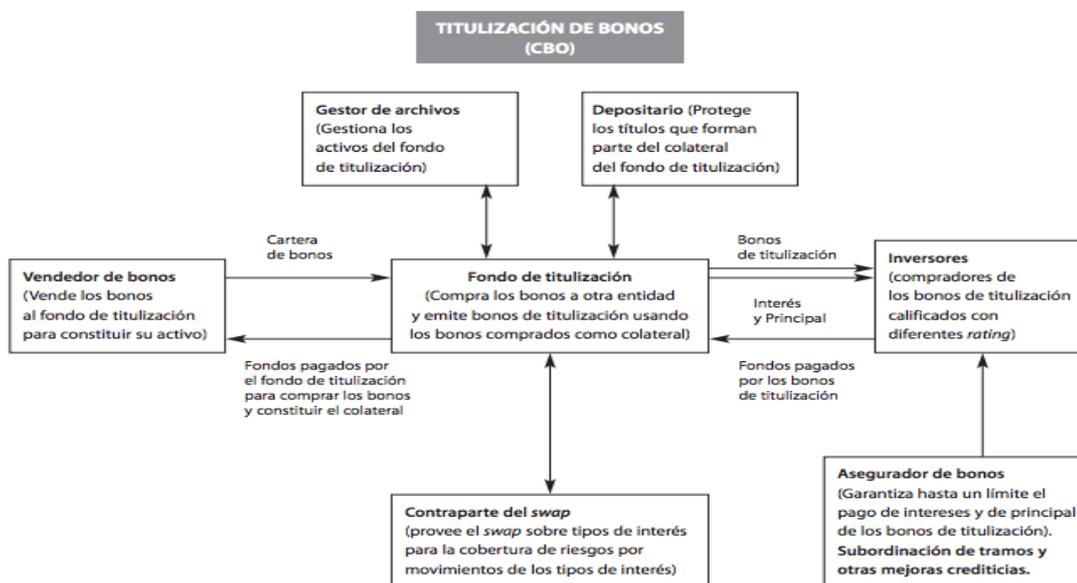


Ilustración 2: Titulización de bonos (CBO)

Fuente: CNMV, Ramiro Losada López

⁵⁸ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

Un ejemplo gráfico que puede ayudar a explicar y comprender la titulización de flujos de caja es el anterior, en el que se estructura una titulización completa de un CBO.

En este ejemplo, el fondo de titulización ha emitido dicho tramo o tramos de deuda a través de la emisión de bonos de titulización y el efectivo recaudado es utilizado en la compra de la cartera de bonos que ofrece el vendedor de bonos u originador. De esta manera el fondo de titulización mantiene en su activo una cartera de bonos, que constituye el colateral de los bonos de titulización que emite y que los inversores suscriben. Los demás intervinientes (Depositario, Contraparte del Swap y asegurador de bonos) son específicos de una titulización de bonos (o CBO) y cada uno tiene una función específica:

-Depositario: su función principal consiste en la protección los títulos que conforman de la cartera de bonos adquirida por parte del fondo de titulización al depositario. El colateral se deposita en una de las cuentas que el depositario controla y suele ser quien realiza la compraventa de títulos que componen el activo del fondo de titulización. El depositario actúa en todo momento bajo las órdenes de la sociedad gestora del fondo o del gestor del fondo es también a través de su mandato quien recolecta los flujos de caja generados por los activos y asigna estos flujos a los inversores o bonistas en atención a la distribución que se haya realizado (en un solo tramo o en varios tramos)⁵⁹.

-Contraparte del Swap: antes de tratar la función de la contraparte del swap es necesario esclarecer que es el “swap”, en inglés, o permuta, es español. Un swap o permuta es un contrato derivado a través del cual dos partes intercambian instrumentos financieros. Estos instrumentos pueden ser casi cualquier tipo de instrumento, pero la mayoría de los swaps involucran flujos de efectivo basados en una cantidad de principal notional que ambas partes acuerdan. Además, por lo general, éste no cambia de manos y cada flujo de caja constituye una de las partes del canje⁶⁰.

La función principal de la contraparte del swap es asegurar los pagos de los intereses de los títulos emitidos por el fondo de titulización en el supuesto que se produzca un desajuste temporal entre el momento que devengue el pago de los intereses y el momento en el que se cobren los intereses recibidos por los activos usados como colateral. Para paliar el este tipo de riesgo se

⁵⁹ Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

⁶⁰ Investopedia (2018). Swap, <https://www.investopedia.com/search/?search-terms=swap>

contrata con la contraparte del swap un swap sobre tipos de interés: a cambio de una prima fija pagada por el fondo de titulización, la contraparte se compromete a pagar un tipo de interés variable si se da un supuesto de incumplimiento hacia los inversores o bonistas por parte del propio fondo. De esta forma si el fondo falla al realizar los pagos por el motivo arriba citado será la contraparte del swap la que se subroga en su posición deudora y pague los flujos de efectivo en forma de interés a los bonistas o inversores⁶¹.

-Asegurador de bonos⁶²: su aparición como sujeto interviniente en una titulización de este tipo solo se circunscribe al deseo del gestor del fondo de mejorar el riesgo crediticio de la cartera que conforma el colateral del fondo. La función principal del asegurador de bonos es la mejora crediticia ya mencionada a través de la constitución de una línea de crédito, fondo de reserva o una póliza, por lo que en caso de impago el riesgo que sufren los inversores se mitiga por la utilización de cualquiera de estos tras medios o del que se haya convenido. La mejora crediticia del colateral del fondo se consigue gracias a la intervención en la estructura de titulización de este tipo de entidad aseguradora, puesto que tienen como requisito fundamental para su actividad contar con la mayor calificación crediticia que otorga una entidad calificadora (AAA) y por lo tanto la posibilidad de impago es ínfima en comparación con la probabilidad de impago del fondo.

La titulización de flujos de caja presenta a priori dos desventajas con respecto a los diferentes tipos de titulizaciones por su naturaleza:

- La primera de ellas es relativa a la confidencialidad ya que las cesiones de un bono, o sobretodo un préstamo (como podría ser un préstamo hipotecario), en algunos países como el caso de España, requiere la notificación a la parte prestataria y en ocasión incluso su consentimiento, tal y como se recoge en el artículo 1.526 de nuestro Código Civil: “La cesión de un crédito, derecho o acción no surtirá efecto contra tercero sino desde que su fecha deba tenerse por cierta en conformidad a los

⁶¹ Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

⁶² Global Finance School (2018). Asegurador de bonos.

<https://www.globalfinanceschool.com/es/book/bonds/comprender-lo-que-es-aseguradoras-de-bonos>

artículos 1.218 y 1.227. Si se refiere a un inmueble, desde la fecha de su inscripción en el Registro”⁶³.

Ello supone en ocasiones un obstáculo para los prestatarios y sobretodo para los originadores y los fondos de titulización que operan con este tipo de restricciones legales. No obstante una solución que han adoptado los originadores para prevenir dicho obstáculo es la inclusión en los contratos que se firman una cláusula de “Cesión de crédito” mediante la cual se establece la posibilidad de ceder el crédito sin notificar a la contraparte. Algunas de estas cláusulas van más allá, como en los contratos de préstamo hipotecario, incluyendo una renuncia a ser notificados conforme al artículo 149 del Decreto, de 8 de febrero de 1946, por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria.⁶⁴

- La segunda de ellas es relativa a la apreciación subjetiva de la titulización como una alternativa menos rentable en términos de financiación que otras como la emisión de cédulas hipotecarias⁶⁵. No obstante es necesario recordar que una de las ventajas que llevan incorporadas las titulizaciones es la posibilidad que presenta esta alternativa a aquellos originadores que la elijan a liberar de sus libros contables todo una serie de activos inmóviles y en ocasiones tóxicos, resultando así en una cesión del riesgo de crédito a un tercero y poder cumplir con la nueva normativa regulatoria bancaria europea.

63 Dohrmann, K. J. A. (2017). El derecho de información del consumidor a conocer la cesión o titulización del crédito. *Revista crítica de derecho inmobiliario*, 93(764), 2843-2870.

64 Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). *Notas internas sobre derecho mercantil: titulización sintética*. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

65 Losada, R. L. (2006) *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*. Monografías CNMV.

3.5.2.2. *TITULIZACIÓN SINTÉTICA*

La titulización sintética constituye un instrumento de financiación que permite traspasar el riesgo de crédito de un conjunto de activos sin que se produzca la venta de los mismos y por lo tanto sin que se produzca una salida contable del balance del originador. Así pues, a diferencia de las titulizaciones de flujos de caja, las titulizaciones sintéticas forman su activo mediante uno o varios derivados de crédito, normalmente un derivado en la forma de permuta de incumplimiento crediticio⁶⁶ (por su denominación en inglés, Credit Default Swap (CDS)), en cambio las titulizaciones de flujos de caja forman su activo por otros activos como préstamos, bonos o cualquier otro tipo de activo que genere un derecho de crédito. En este momento ya se vislumbra una diferencia fundamental entre las titulizaciones de flujos de caja y las titulizaciones sintéticas, siendo las segundas mucho más arriesgadas que las primeras debido a los elementos intangibles (derivados) que componen los activos de los fondos.

El origen de las titulizaciones sintéticas en España se encuentra con el artículo 97 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social⁶⁷. En dicho artículo se reconoce la posibilidad de realizar emisiones con estructuras sintéticas. Anteriormente el artículo 97.2 de la Ley 62/2003 requería que la contraparte de este contrato de derivado crediticio fuese una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad no residente autorizada para llevar a cabo las mismas actividades que aquellas, sin embargo, esa restricción ha desaparecido con la LFFE y ahora la contraparte puede ser cualquier tercero. El régimen actual de estas titulizaciones sintéticas se encuentra en el artículo 19 de, la LFFE, y aún teniendo en cuenta la reforma que se ha producido a raíz de su publicación (a través de la cual se han endurecido los requisitos por parte del regulador para la autorización de la emisión de bonos a través de estructuras sintéticas), este tipo de titulizaciones siguen teniendo una finalidad de evasión del riesgo y no de búsqueda de financiación por lo que las consecuencias de la “crisis subprime” pueden volver a repetirse y no es de extrañar la predisposición negativa de la CNMV a autorizar este tipo de emisiones en mercados españoles⁶⁸.

66 Rodríguez, A. G., & Silvestre, I. G. (2015). 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*, (16), 3.

67 Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. Boletín Oficial del Estado núm. 313, de 31/12/2003.

68 Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

El activo del fondo está afecto para responder, llegado del caso, de los incumplimientos cuyo riesgo se ha asumido por el CDS. A este respecto, el artículo 19.2 de la LFFE dispone que el activo de los fondos de titulización que efectúen operaciones de titulización sintética puede estar integrado por depósitos en entidades de crédito y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales, incluidos los adquiridos mediante operaciones de cesión temporal de activos. Dichos depósitos y valores pueden ser cedidos, pignorados o gravados en cualquier forma en garantía de las obligaciones asumidas por el fondo frente a sus acreedores, en particular frente a las contrapartes de los derivados crediticios y cesiones temporales de activos⁶⁹.

Por lo demás, la LFFE dispone que las operaciones de titulización sintética se regirán por lo dispuesto en dicha Ley para la titulización en general, si bien con las adaptaciones que, en su caso, se determinen reglamentariamente. A estos efectos, las referencias a cesiones de créditos, cedentes y activos cedidos o incorporados al fondo se entenderán hechas, respectivamente, a los contratos de derivados crediticios, las contrapartes de dichos contratos y los derechos de crédito de referencia cuyo riesgo se transmita al fondo en virtud de los mismos⁷⁰.

Dentro de las estructuras de titulizaciones sintéticas coexisten distintos subtipos dependiendo de si la misma es una titulización totalmente financiada, parcialmente financiada o dirigida a un solo inversor⁷¹. Puesto que la inmersión en las titulizaciones sintéticas constituye un tema para un estudio más pormenorizado, por razones prácticas solo se aborda en este TFG la primera de ellas, que constituye la base de las demás titulizaciones sintéticas.

El funcionamiento de este tipo de estructura es intrínsecamente complicado. En el caso más simple, la estructuración nace con la emisión de títulos (por tramos, según el riesgo ofrecido por cada tramo) por parte del fondo que son suscritos por inversores. Estos inversores reciben un interés sobre el principal de una cartera de bonos o de préstamos. Una circunstancia clave, que difiere de las estructuras de titulización de flujos de caja y que puede parecer extraña en un

⁶⁹ Rodríguez, A. G., & Silvestre, I. G. (2015). 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*, (16), 3.

⁷⁰ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

⁷¹ Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

primer momento es que esta cartera de bonos o préstamos no se encuentra en el activo del fondo de titulización sino que se encuentra en manos del vendedor del derivado de crédito.

A continuación veremos un ejemplo gráfico que nos ayuda a entender este tipo de estructuras

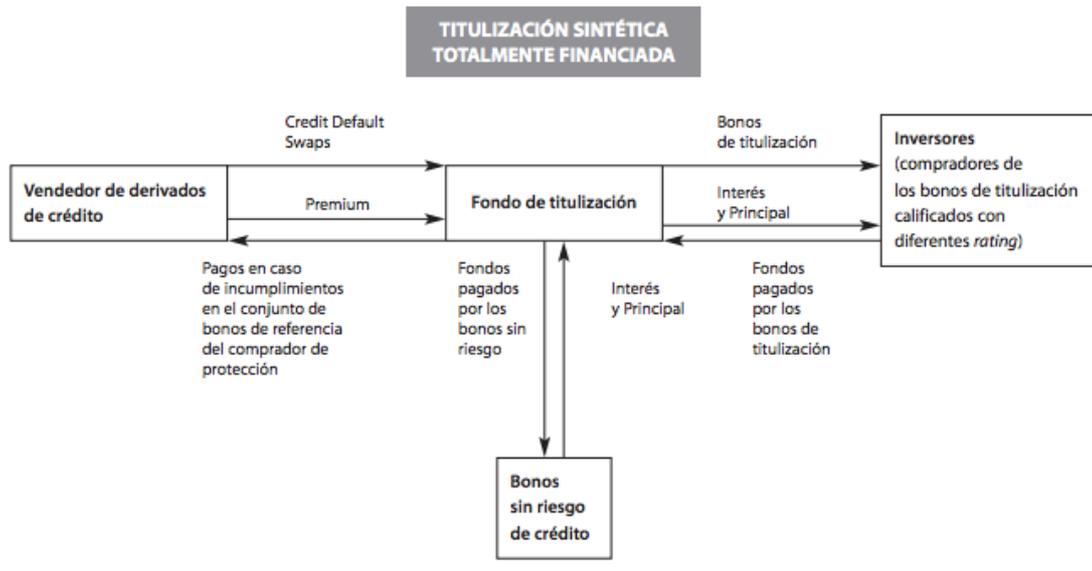


Ilustración 3: Titulación sintética

Fuente: CNMV, Ramiro Losada López

Entre el vendedor de derivados de crédito y el fondo de titulización se establece un contrato a través de un derivado de crédito, en la mayoría de los casos se trata de un CDS, con el único fin, a cambio de una prima o cuota periódica, de que el vendedor del CDS se subroga en la posición del fondo de titulización para el caso que alguno de los activos -cuyo riesgo de crédito pretende cubrir el CDS- entre en situación de incumplimiento o impago, de forma que sea el vendedor de este derivado quien cubra las pérdidas originadas por este activo y pague los intereses y el principal a los inversores en nombre del fondo.

El activo del fondo de titulización tiene una composición totalmente diferente a cualquier otra estructura de titulización, pues está formado por el CDS, específicamente por derechos de crédito que se perfeccionan en caso de impago de algún elemento que componga la cartera sobre

la que se emiten bonos, la cual está en mano de los inversores, del vendedor de derivados o en manos de ambos, como ahora se verá⁷².

Normalmente en las titulaciones sintéticas la figura de los inversores coincide con los vendedores de derivados de crédito, de forma que aquellos que compran los bonos de titulación emitidos por el fondo de titulación son los mismos sujetos que contratan un derivado de crédito con el fondo -las operaciones con una estructura de titulación sintética, al requerir un derivado y estar este sujeto a la regulación de un contrato ISDA, no se realizan en España, sino en otros países como el Reino Unido-⁷³.

La nota diferencial que particulariza una estructura de titulación sintética totalmente financiada de otros tipos de titulaciones sintéticas es que el efectivo recaudado por la emisión de los bonos de titulación es utilizado para financiarse a través de la compra de bonos sin riesgo de crédito, ya sean por su alta calificación crediticia o por el carácter del emisor (como las Letras del Tesoro emitidas a 10 años en España⁷⁴). De esta forma el fondo tiene efectivo suficiente para repagar intereses de los bonos, la prima como contraprestación por el contrato derivado y el principal de los bonos de titulación cuando el contrato CDS llegue a su fin (momento que debería coincidir con el momento de maduración de los bonos sin riesgo).

Los engranajes en una estructura de titulación sintética son más complejos como se acaba de ver y obliga a que su funcionamiento sea total y perfectamente coordinado. En caso contrario se produce un desajuste en los pagos y como se ha visto el perjudicado es único. La complejidad de este tipo de estructuras unidas en muchas ocasiones a la volatilidad de los derivados que se utilizan como colateral han provocado que los cambios legislativos de los últimos años hayan restringido los requisitos para la utilización de este tipo de estructuras como una vía de acceso a la financiación. Desde el 2015 solo se han producido en España dos titulaciones sintéticas, realizadas ambas por Santander y Caixabank, con la creación del fondo Pymes Magdalena lo que refuerza aún más la complejidad de estas estructuras⁷⁵.

^{72,73} Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: titulación sintética. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

⁷⁴ De la Torre, J. V. & Cruz, M. R. (2018). Structured Finance & Securitisation Questionary. *Getting the Deal Through*

⁷⁵ Bolsa y Mercado Español Renta Fija (2018). Documento Base Incorporación de Valores Fondo de Titulación Pymes Magdalena. <http://www.bmerf.es/esp/QueEs/MARF/MARFIncorporacionBonos.aspx>

4. SOCIEDADES GESTORAS

4.1. CONCEPTO Y REGULACIÓN

Las sociedades gestoras están reguladas en los artículos 25 a 33 de la LFFE. Su objeto social está definido en el artículo 25 como la constitución, administración y representación legal de los fondos de titulización, y de los fondos de activos bancarios en los términos previstos en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Como podemos ver se encarga a las sociedades gestoras la administración de dos tipos de fondos, los de titulización (que constituyen el objeto de estudio de este TFG) y los de activos bancarios (que no constituyen el objeto de estudio de este TFG y sobre los que únicamente citaremos que no se encontraba su constitución, administración y representación a través de sociedades gestoras en la anterior legislación)⁷⁶.

La sociedad gestora junto con el fondo de titulización se asemejan a la institución jurídica inglesa del trust, institución que no existe en España como tal, y ya que la sociedad gestora no puede considerarse la propietaria del patrimonio que constituye el fondo de titulización –ya que este pertenece a los inversores y/o bonistas- pero si lo administra en su nombre, podemos calificar la relación entre sociedad gestora, fondo de titulización e inversores/bonistas (o todos aquellos beneficiarios del fondo) como una relación fiduciaria, exactamente un fideicomiso financiero, ya que la contraparte de los inversores y/o bonistas no es la sociedad gestora sino los originadores. Este fideicomiso financiero es una de las modalidades de la institución del trust inglés y aunque en cada caso se deberá estar a la concreta estructura del fondo para calificar a su vez la naturaleza real u obligacional del derecho de los inversores, en todos ellos se mantendrá la figura del fideicomiso financiero⁷⁷.

Dada la trascendencia que tienen las sociedades gestoras en los procesos de titulaciones en España por la especialización de la actividad que desarrollan, la constitución de estas tienen una serie de requisitos recogidos en el artículo 27. Estos requisitos son:

⁷⁶ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: sociedades gestoras. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

⁷⁷ Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 10.

En primer lugar una autorización de la CNMV acompañada de la documentación que se establezca reglamentariamente, incluyendo en todo caso:

- a) El proyecto de estatutos sociales,
- b) una memoria explicativa, en la que se describa con detalle la estructura organizativa de la sociedad, la relación de actividades a desarrollar y los medios técnicos y humanos de que dispondrá,
- c) la relación de quiénes ostentarán cargos de administración o dirección en la entidad, así como la acreditación de su idoneidad,
- d) la identidad de los accionistas, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean una participación significativa en la sociedad y el importe de la misma, y
- e) cuantos datos, informes o antecedentes determine CNMV necesarios para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en este capítulo.

Posteriormente a la petición de autorización, se debe proceder a la inscripción en el Registro Mercantil y en el Registro de la CNMV en un plazo de 6 meses ya sea positiva la respuesta o no se haya dado respuesta alguna por parte de la CNMV a la autorización, puesto se considera uno de los casos en los que existe silencio administrativo positivo. La inscripción debe realizarse a su vez en un plazo de seis meses que empieza una vez se recibe la respuesta afirmativa o se presume el silencio administrativo positivo⁷⁸.

La actividad se presume tan importante y especializada en el tráfico jurídico que se prohíbe la realización por alguna persona o entidad que no haya obtenido la autorización de la CNMV correspondiente o que incluso desarrolle actividades o utilice la denominación social SGFT (Sociedad Gestora de Fondo de Titulización) so pena de sanción administrativa muy grave de acuerdo con el artículo 28 de la LFFE⁷⁹.

⁷⁸ Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 10.

⁷⁹ Parra, A. M. (2017). *Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización*. Ed. Marcial Pons.

4.2. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES

El objeto social de las SGFT como ya hemos dicho está formado por tres actividades: constitución, administración y representación. Entre ellas las que destacan son la representación del fondo de titulización y su administración por su especial transcendencia en cuanto a responsabilidad de los administradores se refiere. Cabe preguntarse este en este momento el alcance de la responsabilidad de los administradores: si este se circunscribe al régimen general del artículo 236 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital⁸⁰, o si se les aplica el régimen establecido en la LFFE u otro régimen, como por ejemplo el relativo a la responsabilidad de los administradores de las Sociedades de Inversión Colectiva.

La responsabilidad de los administradores de las sociedades gestoras de los fondos de titulización está recogida en el artículo 26 como las obligaciones de los sociedades gestoras. Los administradores deben cumplir y vigilar el cumplimiento de todas estas obligaciones, entre las que se encuentran: administrar y gestionar los activos agrupados en los fondos de titulización, valorar los riesgos del activo con diligencia y rigor, o redactar el folleto con transparencia y claridad, entre otras. Entre esta administración y representación existe una obligación esencial: todos ellos deben cumplir con un régimen de transparencia establecido por la LFFE que vincula a las sociedades gestoras a informar al mercado y a los inversores en relación con los productos emitidos.

Las SGFT guardan una relación muy estrecha con las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) en cuanto a las obligaciones que guardan respecto al activo que gestionan, siendo la frontera que define las obligaciones entre ambos tipos de sociedades muy difusa. Para explicar y entender mejor cual es el régimen de los administradores de una SGFT y en qué se diferencia de los administradores de una SGIIC utilizaré un ejemplo práctico ocurrido en la realidad: el fracaso del Fondo IM AURIGA PYMES EUR 1, FTA.

⁸⁰ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital⁸⁰, o si se les aplica el régimen establecido en la LFFE u otro régimen. Boletín Oficial del Estado núm. 161, de 03/07/2010.

4.3. EL CASO DEL FONDO IM AURIGA PYMES EUR 1, FTA

Intermoney Titulización, SGFT, S.A es una sociedad gestora española que controla diversos fondos de titulización en la actualidad, entre ellos controla el fondo de titulización denominado “IM AURIGA PYMES EUR 1, FTA”. El pasado 16 de julio Intermoney Titulización tuvo que presentar un hecho relevante en el cual se especificaba que las facturas sobre las que había emitido bonos este fondo de titulización eran falsas. Dichas facturas provenían del originador que a su vez las había adquirido a descuento de un tercero. El fondo había emitido bonos de titulización sobre unas facturas inexistentes por lo que la amortización de los bonos resultaba imposible al no existir un activo que respalde el pasivo generado por el fondo. Ha sido la primera vez que una estafa piramidal afecta de esta forma al MARF, un mercado que desde su creación en el año 2013 no ha experimentado un suceso de este calibre.

El caso de Auriga nos hace plantearnos una serie de cuestiones relativas a la eficacia de las disposiciones contenidas en la Ley 5/2015 y a la comparación con el régimen que afecta a las SGIIC.

La titulización (de activos) no es algo novedoso en nuestro país. La legislación original se remonta hasta el año 1992 con la ley que regula los fondos de titulización inmobiliaria es cierto que es común el error de confundirla con el ámbito de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), un régimen con el que linda pero no se funde: la propia terminología - fondos, gestoras, inversores- que se utiliza por la ley para determinar y describir los sujetos intervinientes y el hecho de que su normativa original surgiera en España en 1992 dentro de una ley que regulaba los fondos de inversión inmobiliaria (junto otros tipos de fondo de IIC) dificulta entender los límites que lindan cada una de las instituciones.

Una Institución de Inversión Colectiva (como por ejemplo un fondo de pensiones), es una institución que ha sido diseñada y creada por una SGIIC que convoca a inversores para que aporten recursos y se conviertan en cuentapartícipes de los beneficios obtenidos por la SGIIC de la gestión y administración del activo que ostenta (que ha sido previamente aportado por todos los inversores que la conforman). La SGIIC tiene una principal finalidad: maximizar el beneficio de sus inversores (cuentapartícipes) invirtiendo los fondos que disponga en una serie

de activos, dentro de los parámetros establecidos previamente en los estatutos de esa institución concreta⁸¹.

Nos encontramos por definición con sociedades gestoras que realizan una “gestión activa” del patrimonio que forman los fondos que controlan. Sin la intervención de las SGIIC, no es posible realizar decisiones de inversión (o desinversión, según corresponda) en determinados activos y por lo tanto no es posible realizar la actividad propia de estos fondos⁸².

Esta gestión que realizan las SGIIC abarca también otro tipo de materias de índole fiscal o administrativa por las cuales pueden responder, pero la principal es la gestión activa que realizan: si las gestora actúan en nombre de los inversores y realizan dicha gestión activa, pueden también incurrir en responsabilidades derivadas de dicha gestión. Las posibles responsabilidades que se les puedan reclamar por dicha gestión no alcanzan los resultados obtenidos, únicamente si la gestión se realiza conforme a los criterios legales y contractuales establecidos. Si las gestoras incumplen los requisitos legales y contractuales exigidos los partícipes pueden reclamar a la sociedad gestora y ésta ser responsable de los quebrantos causados por las inversiones⁸³.

En las estructuras de titulización el funcionamiento es inversamente contrario al expresado para el régimen de las IIC⁸⁴. En la titulización un tercero, el originador o cedente, dispone de activos que se utilizan en garantía como fuente de una financiación, así se promueve la constitución de un fondo de titulización que va a ser utilizado por el cedente y no por la sociedad gestora -un aspecto de vital importancia en cuanto al régimen de responsabilidad- para la realización de dicha financiación. Dado que los fondos de titulización en España no tienen personalidad jurídica como ya hemos visto se requiere el concurso de un tercero que lo constituya y represente, esta es la tarea como adelantaba de las SGFT. Independientemente del carácter abierto o cerrado del fondo, no existe a diferencia de las SGIIC una “gestión activa” de los activos que componen el patrimonio de los fondos de titulización (entendida esta como la toma

⁸¹ Intermoney Titulización (2017). Reflexiones sobre las funciones y responsabilidades de las sociedades gestoras de fondos de titulización.

^{82, 83} Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: instituciones de inversión colectiva. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

⁸⁴ Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

de decisiones de compraventa para maximizar resultados), ni por parte del cedente ni por parte de la SGFT. En la titulización –y aunque la LFFE establezca en el apartado b) de su artículo 26.1 una obligación cumulativa de administración y gestión- únicamente podemos hablar en estos términos de “administración” de los activos⁸⁵. La administración que realiza la SGFT tiene un propósito: que los flujos de caja que generan los activos se trasladen a los inversores o bonistas a través de los bonos suscritos. En los fondos abiertos la mecánica funciona de la misma forma con la salvedad que la incorporación de los activos al patrimonio del fondo se realiza paulatinamente y no en el momento de la constitución del fondo. Típicamente, tampoco existe en estos casos una “gestión activa” propiamente dicha, ni siquiera durante la incorporación de nuevos derechos, aunque sí hay casos en los que se puede considerar que la hay, y uno de ellos es el que nos ocupa, pero en ningún caso realizada por la sociedad gestora, sino por un tercero nominado por el cedente al efecto: el Comité de Seguimiento. Es evidente por tanto que las responsabilidades de la SGFT no abarcan la gestión de activos, aunque así lo determine la legislación puesto que dicha gestión es realizada por el cedente y no por la propia sociedad entendida dicha gestión como la “gestión activa” desarrollada anteriormente. La SGFT también tiene tareas administrativas y fiscales similares a las de las SGIIC pero, en definitiva, la gestión que realiza de los fondos es mucho más reducida, no permitiendo hablar –a mi entender- de una gestión activa en los mismos términos que sus homólogas. sí determinadas funciones de administración e información⁸⁶.

Las diferencias que se acaban de resaltar son fundamentales para entender las responsabilidades de las SGFT en relación con los fondos que representan. Las SGFT se constituyen en escritura y su actuación se circunscribe a las facultades que les otorga dicha escritura de constitución, además de las ya reconocidas por la LFFE, en particular y como ya hemos visto: la SGFT ejecuta las obligaciones de representación y administración del fondo y no la de los activos que generan que integran su patrimonio. No le corresponde a las SFGT la determinación del activo que forma parte del fondo de titulización, sino al cedente pues es este el especialista y quien decide por tanto la cartera de activos sobre la que se constituye la titulización. No obstante, aunque sea el cedente quien decide qué activos se integran en el fondo sus declaraciones se someten a control

⁸⁵ Intermoney Titulización (2017). Reflexiones sobre las funciones y responsabilidades de las sociedades gestoras de fondos de titulización.

⁸⁶ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: instituciones de inversión colectiva. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

por parte de terceros independientes, ya sea través de una auditoría o de la elaboración de un informe por un tercero experto independiente. De hecho este requisito es preceptivo (en los casos en los que los bonos no se dirigen únicamente a inversores institucionales) para determinar la exactitud y veracidad de las aportaciones que se realizan al patrimonio del fondo⁸⁷. El cedente además responde de las declaraciones y aportaciones que realice con su propia solvencia, (requisito vital para aquellas titulizaciones que se dirijan a inversores no institucionales y por tanto no precisen de estos informes preceptivos) dada la lógica imperfección de los procesos de auditoría y/o elaboración de informes, derivados los mismos de las declaraciones del cedente, las cuales pueden estar viciadas ab initio⁸⁸.

En cualquier caso, se debe tener presente que el cedente siempre adquiere el compromiso de subsanación de los vicios ocultos. Ha de entenderse que la razón por la cual el legislador exige de ciertos requisitos a los fondos dirigidos a inversores institucionales, no puede ser otra que el hecho de que a dichos inversores les es exigible la capacidad y la obligación de entender y analizar el riesgo de las operaciones en las que participan. Así, en palabras de la propia Intermoney Titulización SGFT,S.A., en relación con las anteriores ideas: “sería un absurdo que, quedando eximido el requisito de realizar una auditoría, recayera sobre la Sociedad Gestora una obligación que no existe en fondos dirigidos a inversores no cualificados, como sería, por ejemplo, verificar las declaraciones del cedente que es precisamente lo que busca la auditoría”⁸⁹.

En el documento informativo de incorporación de valores (comúnmente conocido como “folleto”), la SGFT informa a los inversores de la existencia de todos los riesgos significativos, tanto aquellos que recaen en el cedente y su capacidad de respuesta ante vicios ocultos, como en los propios bonos a emitir⁹⁰. A las SGFT no les corresponde por tanto ni verificar las declaraciones de los sujetos intervinientes, en particular del cedente, ni les corresponde tomar decisiones sobre la compra de activos (ya que esta decisión recae sobre el cedente), ni les corresponde opinar sobre el riesgo ni el precio de los activos (ya que esta decisión la realiza el cedente en concordancia con lo expresado al respecto por la agencia de calificación de rating);

^{87,88} Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

⁸⁹ Intermoney Titulización (2017). Reflexiones sobre las funciones y responsabilidades de las sociedades gestoras de fondos de titulización.

⁹⁰ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: instituciones de inversión colectiva. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

sin embargo les corresponde realizar una función de control, tal y como se deduce de los apartados c), f), g) h) e i) del apartado 1 del artículo 26 de la ley LFFE.

Como se ha podido ver, a mi juicio, las funciones de los administradores en SGFT y SGIIC se asemejan en cuanto a funciones de administración-gestión pero son en definitiva diferentes, lo que implica que el régimen de responsabilidades que le es de aplicación a los primeros está supeditado a las disposiciones de la LFFE y a la remisión que se realiza al régimen sancionatorio de los segundos, teniendo en cuenta el estudio de los caracteres que se ha realizado de dichas funciones de administración-gestión. No obstante será necesario esperar al pronunciamiento judicial en el que se está deduciendo la responsabilidad de la sociedad gestora del fondo IM Auriga Pymes EUR I para poder refrendar estos criterios doctrinales y personales, con los jurisprudenciales.

5. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

5.1. EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

Las agencias de calificación crediticia desempeñan una función fundamental en los mercados financieros: ayudan mediante sus calificaciones a que el inversor reciba una información que complemente a la ya existente en el mercado, reduciendo así la asimetría informativa que existe entre las entidades emisoras de los productos negociables en los mercados financieros y los inversores que acuden a dichos mercados a adquirir esos productos⁹¹.

En el desempeño de su tarea calificadora las agencias se encargan de emitir sus opiniones independientes y expertas sobre la capacidad y disposición de un emisor, como una corporación o gobierno estatal o municipal, para cumplir con sus obligaciones financieras en su totalidad, y lo que es más importante: a tiempo. A diferencia que lo que se puede pensar por el ciudadano medio, su papel no consiste en emitir dictámenes de recomendación de compraventa de una compañía, ni clasificar a las compañías en "buenas" o "malas" en atención a si sus calificaciones se adecuan a la escala de "investment grade" o "non-investment grade", respectivamente. Las agencias solo evalúan, en atención a sus métodos internos, las posibilidades de que un emisor de productos negociables repague sus obligaciones para con sus inversores⁹².

Los catastróficos efectos derivados de la crisis de las hipotecas subprime en los años siguientes a su estallido sumados a los errores previos relativos a las quiebras de importantes compañías que gozaban en su momento de una alta calificación crediticia como el caso de Enron, en Estados Unidos, y Parmalat, en Europa, han provocado que el mayor activo de las agencias de calificación, es decir su reputación, se haya visto afectado por cuestionamientos acerca de su independencia, de su capacidad de respuesta y de la calidad de sus calificaciones (ratings) en relación a aquellas calificaciones emitidas en determinados productos financieros -normalmente derivados como los Credit Default Swaps, CDS, o los Interest Rate Swaps, IRS, en los que se expresaba un nivel de confianza sin verdadero fundamento económico-⁹³.

91 Moral Bello, C.: Mercados Financieros. Edit. IT&FI, Madrid, 2014

92,93 Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

Por consiguiente, las entidades gubernamentales y legislativas escuchando dichos cuestionamientos han procedido a revisar la regulación existente que afecta a las agencias de calificación, como a continuación se explicará.

5.2. LA REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA EN EUROPA. ESPECIAL FOCO EN ESPAÑA

El mayor problema de las agencias de calificación crediticia es la estructura oligopolística en la que operan en el mercado. De hecho las mayores agencias que copan el mercado europeo de calificación crediticia son Moody's Investor Service, Standard and Poor's y Fitch Ratings, existiendo únicamente otra agencia que participa en dicho mercado aunque de una forma mucho menor: Dominion Bond Rating Services⁹⁴. Todas ellas gozan del reconocimiento de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) y de la Autoridad Europea de Valores y Mercado (ESMA, por sus siglas en inglés) a través del sistema de reconocimiento como Entidad Asesora de Crédito Externos (ECAI, por sus siglas en inglés).

Hasta la quiebra de Enron, en 2004, y Parmalat, en 2003, las cuales provocaron un cambio en el marco regulatorio existente hasta la fecha, la regulación de las agencias calificadoras se basaba en un mero control de registro copiando el modelo norteamericano que actuaba a través del sistema denominado National Registered Statistical Rating Organization (NRSRO), permitiendo a las agencias calificadoras su autorregulación⁹⁵.

A diferencia de las actuaciones legislativas que se dieron en el continente americano con la promulgación de la "Credit Rating Agency Reform Act" en 2006 y la modificación de la labor de la NRSRO americana (transformando al mismo en un sistema de reconocimiento y abandonando la idea de que solo es necesario establecer un control a posteriori de las agencias calificadoras y no a priori), a nivel europeo únicamente se ha adoptado el Código de Conducta⁹⁶ propuesto por IOSCO (International Organization of Securities Comision), un código de aplicación voluntario cuyos principios están relacionados con la calidad y la integridad de los

⁹⁴ De la Torre, J. V. & Cruz, M. R. (2018). Structured Finance & Securitisation Questionary. *Getting the Deal Through*

⁹⁵ Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

⁹⁶ IOSCO (2015). Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

procesos de calificación crediticia, la independencia y en especial el tratamiento de los conflictos de interés, la transparencia y el tratamiento de la información confidencial⁹⁷.

En España, de la misma forma que en otros países de la Unión Europea como Francia -donde la legislación relativa a las agencias de calificación establece un férreo control anual por la Autorité des Marchés Financiers (AMF), una autoridad homónima a la Comisión Nacional del Mercado de Valores-, existe desde el año 1992 legislación relativa a agencias de calificación crediticia que limita la autorregulación de las mismas⁹⁸.

La ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria⁹⁹, ya establecía en su artículo 5.8 que “el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores” y además “los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo”. Actualmente este artículo ha sido derogado (aunque se mantiene activo para aquellos fondos inmobiliarios aún activos constituidos de acuerdo dicha ley) por la LFFE no obstante, se mantiene el control y evaluación que realiza la CNMV sobre estas entidades de calificación crediticia en base a la trasposición de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito, el Reglamento (CE) nº 1060/2009¹⁰⁰ del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, (actualmente recogidos las disposiciones de ambas normas comunitarias en la Ley 15/2011¹⁰¹, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas

97 CNMV (2014). Consulta pública de IOSCO sobre el código de conducta de Agencias de Calificación Crediticia.

98 Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero . Monografías CNMV.

99 Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. Boletín Oficial del Estado, núm. 168, de 14 de julio de 1992, páginas 24123 a 24125 (3 págs.)

100 Reglamento (UE) nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 146, de 31 de mayo de 2013, páginas 1 a 33 (33 págs.)

101 Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia. Boletín Oficial del Estado, núm. 144, de 17 de junio de 2011, páginas 62042 a 62051 (10 págs.)

financieras para la aplicación del Reglamento n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia) las cuales consiguieron reformar el sistema de supervisión de las agencias de calificación, transformándolo de un sistema de registro a un sistema de reconocimiento a través del sistema ECAI, de la misma forma que ya se ha hecho en Estados Unidos con los requisitos relativos al reconocimiento de la NRSRO para dichas agencias. Actualmente el Reglamento n.º 1060/2009 ha sido enmendado en algunos de sus términos, definiciones requisitos más aclaratorios para acceder a la condición de ECAI y sobretodo en cuanto a necesidades de información respecto a los inversores por el Reglamento (UE) n.º 462/2013¹⁰², del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia (el llamado comúnmente como “CRA III”).

Los requisitos de registro que se les exigen a las agencias para su registro en la Unión Europea son: (i) cumplimiento del artículo 2 de dicho reglamento CRA III (“Ámbito de aplicación”) siendo las calificaciones crediticias que sean emitidas por agencias de calificación crediticia registradas en la Unión (ii) que se hagan públicas las calificaciones crediticias o se distribuyan por suscripción (ii) que la decisión de registro sea expedida por la autoridad competente del Estado miembro de origen.

Como resultado de la transposición de ambas normas comunitarias en ley –y obviando el olvido por parte del legislador en cuanto a la aplicabilidad directa de los reglamentos que emanan del Parlamento Europeo en referencia al citado Reglamento n.º 1060/2009- se aprobó en 2011 la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia. En dicha ley encontramos las citadas facultades actuales de la CNMV ya explicadas y es de destacar la derogación que realizó de ciertas disposiciones de la Ley 19/1992, en especial de su artículo 5.8) redactado de nuevo por esta misma ley con el siguiente tenor: “El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una agencia de calificación crediticia establecida en la Unión Europea y registrada de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento

¹⁰² Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 146, de 31 de mayo de 2013, páginas 1 a 33 (33 págs.)

(CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión”.

Como se puede observar la regulación establecida en cuanto al riesgo financiero de los valores se mantiene casi inalterable en el nuevo artículo 5.8), únicamente es destacable la adición de la normativa europea referente a las agencias de calificación crediticia conforme al CRA III. Se mantiene así mismo con dicho reglamento el procedimiento de reconocimiento que en España realiza la CNMV para otorgar a las agencias calificadoras la condición de ECAI.

5.3. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA EN LAS TITULIZACIONES

Como ya se ha visto, en el proceso de titulización intervienen una multitud de sujetos siendo parte de dicho grupo las agencias de calificación. Una de las características más importantes de las titulaciones que es necesario recordar llegados a este punto es que es el inversor o bonista el que asume el riesgo operacional: el riesgo se traslada desde el originador a los inversores o bonistas a través de la intervención del fondo de titulización y por lo tanto si la inversión resulta infructuosa y no es posible que el inversor obtenga el retorno esperado, es el propio inversor quien debe soportar la pérdida de valor de su inversión y no el originador, la sociedad gestora del fondo de titulización, la agencia calificadora o los demás posibles intervinientes como el administrador (“Servicer”) o el estructurador (“Arranger”).

El papel de las agencias de calificación crediticia se limita a dar cumplimiento en cuanto a los requisitos de información necesarios para realizar una emisión de bonos a través de una estructura de titulización junto con el estructurador, que normalmente es un banco de inversión y la sociedad gestora del fondo de titulización. Esos requisitos de información están recogidos en el Reglamento CRA III, sus reformas esenciales recaen sobre cuestiones que incluyen la dependencia de las empresas de las calificaciones crediticias externas, las calificaciones de la deuda soberana, la competencia en la industria de CRA, la responsabilidad civil de las CRA y la independencia de las CRA.

Un conflicto de interés que puede surgir entre las agencias de calificación y los originadores importante es el relativo a quien solicita la calificación. En este proceso los encargados de solicitar las calificaciones son los originadores para cada uno de los tramos en los que esté

estructurada la titulización. En la actualidad las agencias calificadoras obtienen una parte de sus beneficios de la calificación de los productos estructurados (titulizaciones), un mercado donde diseñan a su vez las estructuras de inversión en ocasiones y solo un grupo selecto de inversores dispone de la información y la experiencia necesaria para evaluar los riesgos que implican dichos productos estructurados, por lo que las calificaciones crediticias son muy relevantes en la decisión de invertir en los mismos. Es por ello que se ha planteado la necesidad de regular su participación en dichos productos a través de diversas regulaciones a nivel europeo como los Reglamentos CRA.

Pese todo ello, al no ser obligatorias las calificaciones crediticias en las operaciones de titulizaciones, la responsabilidad de las agencias de calificación se diluye puesto que en aquellas operaciones en las que si que se solicita un “rating” por parte del originador, las agencias de calificación únicamente realizan una “recomendación” para los bonos emitidos que en ningún caso es vinculante para la determinación de la rentabilidad-riesgo de los bonos.

6. CONCLUSIÓN: UN NUEVO HORIZONTE

Como se ha podido estudiar, el régimen español actual aplicable a las operaciones de titulización resulta en ocasiones vago en cuanto a los términos y laxo en cuantos a los requisitos para llevar a cabo ciertos tipos de estructuras de titulización, como las sintéticas. Es necesario recordar que este tipo de operaciones en las que se transmite el riesgo crediticio a terceros compradores de este riesgo o en las que se transmite el riesgo en base a un contrato CDS son operaciones cuyas implicaciones pueden trascender a las partes contratantes entre las que se transmite dicho riesgo y el mejor ejemplo que escenifica dicha idea es la crisis financiera del 2007 y los efectos desastrosos que ha tenido para las economías mundiales.

Desde la redacción de las normas que sirvieron de base para establecer el régimen de las titulaciones en España (aquellas que como ya se ha visto, regulaban los FTA y FTH) ha sido necesario esperar hasta la promulgación de la LFFE para “avanzar” en la regulación de las titulaciones. No obstante es evidente que es necesario seguir avanzando en un marco regulatorio que dote de una mayor seguridad a estas operaciones y en este sentido se ha aprobado el nuevo “Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y los Reglamentos (CE) nº. 1060/2009 y (UE) nº. 648/2012”; también llamado “Reglamento STS”.

El Reglamento STS (de aplicabilidad directa en todos los estados miembros de la Unión europea) entrará en vigor el 1 de enero de 2019 y pese aún encontrándose en desarrollo la normativa comunitaria de segundo nivel (con las aportaciones realizadas por ESMA y EBA) que desarrollará ciertos aspectos contenidos en el propio reglamento, entre los que encontramos: (i) el establecimiento de un marco más sensible al riesgo para las titulaciones simples, transparentes, y normalizadas (por sus siglas en inglés, STS); (ii) la prohibición de re-titulización (que implica titular utilizando bonos de titulización adquiridos de otro fondo como colateral para emitir nuevos bonos de titulización por un segundo fondo) indica, (iii) que la originadora, la patrocinadora o el cedente origina, deben mantener un “interés significativo en las exposiciones subyacentes de la titulización, debiendo éstas, en consecuencia, mantener una exposición económica neta significativa a los riesgos subyacente” lo que equivale al requisito

de “Retención del riesgo del 5%”¹⁰³; especifica (iv) que los inversores institucionales –aquellos que tienen los conocimientos necesarios para tomar las decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asumen, entre los que se encuentran entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones, gobiernos y organismos públicos e inversores institucionales en general¹⁰⁴- evalúen adecuadamente con la diligencia debida los riesgos de dicha titulización; (v) que la concesión de créditos por parte de las originadoras, patrocinadoras o prestamistas originales apliquen para estas los mismos criterios de concesión para las exposiciones titulizadas como para las no titulizadas para garantizar que dicha concesión se realiza en base a una evaluación exhaustiva de la solvencia del deudor y (vi) que las originadoras, patrocinadoras y vehículos de titulización (los fondos) pongan a disposición de los inversores, autoridades competentes y potenciales inversores toda la información pormenorizada sobre las exposiciones subyacentes y sobre la fijación del precio con carácter previo a la operación¹⁰⁵.

Cuando las titulizaciones cumplan con todos estos requisitos en el ámbito determinado por la regulación de segundo nivel que se está desarrollando se le otorgará la calificación “STS”, una calificación que en ningún caso se le otorgarán a aquellas estructuras de titulizaciones sintéticas y que demuestra un plus de confianza para los inversores puesto que reclama la asunción de mayores exigencias de control y requisitos regulatorios por parte de las originadoras, patrocinadoras, prestamistas originales y vehículos de titulización. Este es el camino a seguir en cuanto a la regulación de operaciones de titulización, este es el buen camino para no repetir errores del pasado.

¹⁰³ Ramón y Cajal Abogados. Newsletter Mercado de Capitales. Diciembre de 2017

¹⁰⁴ Comisión Nacional del Mercado de Valores. Glosario: Inversores institucionales.

¹⁰⁵ Garrigues. Nuevo marco normativo europeo sobre titulizaciones. Comentario Newsletter Mercado de Valores. Enero de 2018

7. BIBLIOGRAFÍA

BBVA RMBS 5, Fondo de Titulización de Activos (2008). Folleto de emisión de bonos de titulización. Disponible en: <http://www.edt-sg.com/intranet/fondos/fo1/EFBVR5.pdf>

Bolsa y Mercado Español Renta Fija (2018). Documento Base Incorporación de Valores Ekondakin Energía y Medioambiente, S.A, <http://www.bmerf.es/esp/QueEs/MARF/MARFIncorporacionBonos.aspx>

Bolsa y Mercado Español Renta Fija (2018). Documento Base Incorporación de Valores Fondo de Titulización Pymes Magdalena. <http://www.bmerf.es/esp/QueEs/MARF/MARFIncorporacionBonos.aspx>

Bruñén, M. J. A. (2017). Problemas de legitimación activa en el procedimiento hipotecario (titulaciones, cesiones de créditos sin reflejo registral, «retracto» del crédito cedido). *Diario La Ley*, (8963), 1.

CNMV (2014). Consulta pública de IOSCO sobre el código de conducta de Agencias de Calificación Crediticia.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. Glosario: Inversores institucionales.

Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: titulización. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: titulización sintética. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: sociedades gestoras. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

Cuatrecasas, Gonçalves Pereira (2017). Notas internas sobre derecho mercantil: instituciones de inversión colectiva. Base de datos legal: Gestión del conocimiento mercantil.

De la Torre, J. V. & Cruz, M. R. (2018). Structured Finance & Securitisation Questionary. *Getting the Deal Through*.

Dohrmann, K. J. A. (2017). El derecho de información del consumidor a conocer la cesión o titulización del crédito. *Revista crítica de derecho inmobiliario*, 93(764), 2843-2870.

Fernández, F. U. (2006). La titulización de los derechos de crédito de los concesionarios. El problema del concurso del cedente. Estado de la cuestión. *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, (5), 93-111.

Garrigues. Nuevo marco normativo europeo sobre titulizaciones. Comentario Newsletter Mercado de Valores. Enero de 2018

Global Finance School (2018). Asegurador de bonos. <https://www.globalfinanceschool.com/es/book/bonds/comprender-lo-que-es-aseguradoras-de-bonos>

Hermida, A. J. T. (2010). La titulización de activos para la financiación de las pequeñas y medianas empresas en Europa y en Iberoamérica. In *Estudios de derecho mercantil: En memoria del Profesor Anibal Sánchez Andrés* (pp. 1293-1319).

Intermoney Titulización (2017). Reflexiones sobre las funciones y responsabilidades de las sociedades gestoras de fondos de titulización.

Investopedia (2018). Swap, <https://www.investopedia.com/search/?search-terms=swap>

La Ley, R. D. (2015). Principales novedades de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. *Diario La Ley*, (8529), 1.

Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia. Boletín Oficial del Estado, núm. 144, de 17 de junio de 2011, páginas 62042 a 62051 (10 págs.)

Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. Boletín Oficial del Estado, núm. 168, de 14 de julio de 1992, páginas 24123 a 24125 (3 págs.)

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Boletín Oficial del Estado núm. 164, de 10/07/2003

Ley 42/2015, de 5 de octubre, de reforma de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. *Boletín Oficial del Estado* núm. 239, de 06/10/2015

Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Boletín Oficial del Estado núm. 101, de 228 de abril de 2015, páginas 36.599 a 36.684 (86 págs.)

López, J. M. L. (2017). La cesión y titulización del crédito hipotecario: efectos sobre la ejecución.

Losada, R. L. (2006) Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero. Monografías CNMV.

Martín, M. M.^a R. (2009) La titulización en Europa durante la crisis. Documentos de Trabajo n.º 48. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Moya Fernández, A. J., Pérez-Pujazón, E, & Trigo Sierra, E. (2016). Cesión de créditos y cuestiones prácticas de interés: retracto de crédito litigioso y titulización. *Actualidad Jurídica (1578-956X)*, (44).

Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos y de habilitación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y obligaciones de información aplicables a los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras. Boletín Oficial del Estado, núm. 274, de 16 de noviembre de 2005, páginas 37.454 a 37.456 (3 págs.)

OSCO (2015). Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

Parra, A. M. (2012). Respuestas Jurídicas a la Crisis Financiera de 2008. *Cuadernos de derecho y comercio*, (57).

Parra, A. M. (2015). Nueva regulación de la titulización en la Ley 5/2015. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 10.

Parra, A. M. (2017). Tratado de derecho mercantil: inversión colectiva, mercado hipotecario, titulización. Ed. Marcial Pons.

Prieto, R. M., & de la Torre, J. (2010). Análisis jurídico de la titulización como alternativa de financiación corporativa en la actual crisis crediticia. *Revista de derecho del mercado de valores*, (6), 115-131.

Quetglas. R. S. (2018). Fundamentos de Derecho Empresarial. Derecho Concursal. vol. IV. *Thomson Reuters - Civitas*, 3ª ed. 2018.

Ramón y Cajal Abogados. Newsletter Mercado de Capitales. Diciembre de 2017

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital¹, o si se les aplica el régimen establecido en la LFFE u otro régimen. Boletín Oficial del Estado núm. 161, de 03/07/2010.

Reglamento (UE) nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 146, de 31 de mayo de 2013, páginas 1 a 33 (33 págs.)

Reglamento (UE) nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 146, de 31 de mayo de 2013, páginas 1 a 33 (33 págs.)

Rodríguez, A. G., & Silvestre, I. G. (2015). 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*, (16), 3.

Uría Menéndez (2015). La nueva ley de fomento de la financiación empresarial. *Foro de actualidad*.

Wolters Kluwers. “La cesión de créditos”. Guías jurídicas Wolters Kluwers

Wolters Kluwers. “La legitimación ad processum y ad causam”. *Guías jurídicas Wolters Kluwers*.