



INICIATIVAS EUROPEAS SOBRE COVERED BONDS Y TITULIZACIONES

Gregorio Arranz

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo nos vamos a referir a las principales iniciativas europeas sobre bonos garantizados («Covered Bond», CB en adelante) y sobre titulizaciones.

Respecto a los CB, aunque hay múltiples normas que se refieren a los mismos, lo cierto es que todavía no ha cuajado ningún genuino proyecto armonizador de ámbito europeo, siendo la iniciativa más importante las Recomendaciones de la EBA (European Banking Authority) de 1 de julio de 2014. Por el contrario, la regulación europea sobre titulizaciones parece haber encontrado su senda a través de la Propuesta de Reglamento de la Comisión de 30 de septiembre de 2015 sobre la materia y muy especialmente a través de las llamadas titulizaciones STS («Simple, Transparent and Standard»).

Aunque la colaboración se refiere a la normativa europea haremos también alguna referencia a su futuro impacto en la normativa española, sobre todo al analizar las Recomendaciones de la EBA sobre el régimen de los CB a las que prestaremos especial atención.

2. COVERED BOND

2.1. VISIÓN GENERAL

La regulación de los CB en Europa sigue siendo fundamentalmente nacional. El arraigo que tiene

esta figura en cada jurisdicción y la importancia de los elementos de derecho civil y concursal en sus regulaciones, hacen muy difícil una genuina armonización a nivel europeo.

Lo anterior no quiere decir que el fenómeno de los CB no haya sido objeto de un cierto tratamiento a nivel europeo.

Podemos distinguir dos tipos de manifestaciones:

- a) Normas sectoriales europeas con referencias explícitas a los CB
- b) Intentos de aproximación normativa directa de los CB

2.2. *NORMAS SECTORIALES EUROPEAS CON REFERENCIAS EXPLÍCITAS A LOS CB:*

Las principales normas son:

- Directiva UCITS (art. 52.4 Directiva 2009/05/EC). Esta norma permite mayores inversiones y concentraciones de riesgo en UCITS que invierten en CB.

Los tres elementos esenciales de la definición de CB son:

- a) Deben ser valores emitidos por una entidad de crédito con sede en la UE.
- b) Debe darse una supervisión pública especial del producto para proteger a los inversores.
- c) Los importes resultantes de la emisión deberán invertirse, conforme al Derecho



nacional, en activos que durante la totalidad del período de validez de los CB, puedan cubrir los compromisos que estos comporten. En caso de insolvencia del emisor, los activos se utilizarían de forma prioritaria para reembolsar el principal y pagar los intereses devengados.

La citada definición ha servido de ancla para determinar cuales son los componentes esenciales de todo genuino CB, teniendo reflejo en todos los intentos normativos posteriores.

- Reglamento de Requerimientos de Capital de las Entidades de Crédito (Reglamento UE 575/2003, conocido por sus iniciales en inglés CRR). Su artículo 129 permite una mejor ponderación de los CB que además de reunir los requisitos de la Directiva UCITS transcritos, cumplen otros adicionales respecto a los activos subyacentes y en lo relativo a la transparencia.
- La Norma delegada de la Directiva de Solvencia II (2015/35) para aseguradoras y reaseguradoras, da un mejor tratamiento a los CB, remitiéndose también a la definición UCITS como punto de partida.
- La regulación del LCR (Liquidity Coefficient Requirement, Reglamento 2015/61) también permite a las entidades de crédito considerar a los CB como activos líquidos, a los efectos de dicho coeficiente.
- Finalmente, la Directiva de Resolución (Directiva 2014/59 /CE) permite excluir a los CB de la herramienta del «bail in». Los CB son aquí también definidos según la Directiva UCITS y se requiere que los activos del «pool» «permanezcan no afectados, segregados y con suficiente financiación».

A través de las anteriores medidas, y sobre todo de las definiciones incluidas en la Directiva UCITS y en el CRR, se ha conseguido indirectamente una aproximación en las regulaciones de los CB. No obstante, las diferencias entre los distintos marcos nacionales siguen siendo muy notables. Desde la Comisión Europea y diferentes sectores se ha valorado si estaba justificado dar un tratamiento regulatorio especialmente favorable

a los CB, cuando su regulación en cada país seguía siendo muy disímil.

2.3. INTENTOS DE APROXIMACIÓN NORMATIVA DIRECTA

A nivel europeo también se han producido intentos de conseguir de forma directa (ie a través de una regulación específica) una mayor armonización de los CB, que pasamos a examinar.

2.3.1. Informe de la EBA de 1 julio 2014

Es el documento con diferencia más importante de todos, y contiene dos partes conexas pero muy diferenciadas:

- a) Lista de «best practices» que se recomienda incorporar en las regulaciones y en las prácticas supervisoras nacionales. Con esta iniciativa la EBA atiende una petición que le hizo la Junta Europea de Riesgo Sistemico. A estas «best practices» nos referiremos detalladamente en el capítulo siguiente (2.4.) de esta colaboración, pues se han erigido como auténtico «proxy» para medir la calidad regulatoria de cada marco nacional y creemos son la base para cualquier armonización futura europea de los CB.
- b) «Advice» a la Comisión Europea (CE) sobre si procede exigir mas requisitos a los CB para seguir disfrutando de un buen tratamiento en el régimen solvencia (art. 129 CRR). El «advice» también se refiere a si determinados activos como los préstamos para financiar aeronaves o inmuebles con garantía personal, son adecuados como nuevos colaterales de los CB, y sobre la prórroga del tratamiento transitorio de las titulaciones como colateral apto.

2.3.2. Mercado Único de Capitales

En el proyecto de la CE lanzado el 18 de febrero del 2015 («Green Paper») hay una referencia



explícita a la necesidad de armonizar el marco legal de los CB, como un paso fundamental para conseguir una mayor integración de los mercados de capitales europeos. El Plan de Acción del 30 de septiembre también contiene alguna referencia.

2.3.3. *Consulta de la Comisión Europea sobre CB*

Como corolario del citado «Green Paper» la CE lanzó en octubre del 2015 una consulta dirigida a conocer la opinión de los diferentes sectores con intereses en los CB sobre cual era la mejor forma de regularlos.

Partiendo de las recomendaciones de la EBA el Documento se plantea dos posibles formas de regular a nivel europeo los CB:

- a) Coordinación normativa mediante medidas **no** legislativas, es decir convergencia voluntaria a través de una Recomendación de la Comisión.
- b) Coordinación legislativa genuina, planteándose a su vez varias posibilidades:
- c) Regulación vía una directiva que se limite a establecer unos principios generales («principles based regulation»).
 - i. Regulación vía reglamento.
 - ii. Régimen 29: regulación detallada y uniforme a nivel europeo de uso voluntario, compatible con la pervivencia de las regulaciones nacionales.
 - iii. La CE está actualmente en fase de estudio de las abundantes respuestas recibidas y parece que para fin de este año 2016 publicará un primer borrador de propuesta normativa, que probablemente sea una Directiva.

Es llamativo –a la vista de las respuestas emitidas, y especialmente la del European Covered Bonds Council (ECBD)– el poco interés que la industria en su conjunto tiene en avanzar hacia una clara armonización, estando las preferencias por una mera recomendación o por una directiva con principios muy generales y referidos a relativamente escasos campos.

Nuestra opinión es diferente. Como todo producto financiero consolidado los CB requieren una regulación europea lo más uniforme posible, máxime cuando su tratamiento por las normas prudenciales tiene como hemos visto un cierto carácter preferencial (aunque esté justificado). Es verdad que en su regulación tienen mucho peso aspectos de derecho concursal o de derecho civil y el régimen legal de cada país varía notablemente, pero ello lo más que podría justificar sería una aproximación calibrada y gradual a su necesaria armonización, pero no la exclusión de la misma. Las recomendaciones de la EBA, a las que a continuación nos referimos con cierto detalle, constituyen una clara pista de donde podría venir la futura legislación europea.

2.4. «BEST PRACTICES» EN EL INFORME DE LA EBA DE 1 DE JULIO DE 2014

0. *Introducción*

En este capítulo vamos a exponer de forma resumida las recomendaciones de la EBA, pero haciendo referencia a si en nuestra opinión la regulación española las cumple. Conviene aquí mencionar que en Octubre del 2014, el Tesoro español lanzó una consulta sobre la «Mejora del marco regulatorio de los bonos garantizados» que tuvo amplio eco, pero que desgraciadamente no ha sido seguido de ninguna iniciativa legislativa. La reforma del marco legal de las cédulas constituye sin duda en España una necesidad perentoria, como evidencia el gran número de recomendaciones de la EBA que no se cumplen.

1. *Principio de doble recurso*

• ENUNCIACIÓN.

El CB debe conceder al inversor:

- a) Un derecho contra el emisor hasta que le pague todo lo que le debe.
- b) Si el emisor entra en concurso, una preferencia de cobro sobre los activos de cobertura.



Solo si lo anterior no fuera suficiente:

- c) Un derecho de cobro sin preferencia alguna sobre el resto de los activos que integran la masa activa del concursado

- SITUACIÓN EN ESPAÑA:

Al atribuir el artículo 14 de la LMH (Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario) a los cedulistas y bonistas el carácter de acreedores con preferencia especial del artículo 1923.3 del Código Civil con relación a la totalidad de préstamos (cedulistas) o sólo los especialmente afectados (bonistas), unido al otorgamiento del privilegio especial en caso de concurso del artículo 90.1 de la Ley Concursal, se está reconociendo el principio de doble recurso y en este punto tan crucial la legislación española cumple con la correspondiente recomendación de la EBA.

Además la LMH expresamente invoca la aplicación del artículo 84.2.7 de la Ley Concursal, y por tanto se atribuye a los créditos derivados de los títulos hipotecarios, el carácter de créditos contra la masa (ie se siguen pagando «normalmente» con los flujos que generen los activos de cobertura).

2. *Segregación de los activos de cobertura y aislamiento en caso de concurso («Bankruptcy Remoteness»).*

- ENUNCIACIÓN.

La segregación efectiva puede estar garantizada por:

- a) Registro de los activos en un registro de cobertura y/o
- b) Transferencia a una entidad especializada

La segregación deberá referirse tanto a los activos primarios (los típicos del «pool» o patrimonio de cobertura) como a los activos de sustitución o a los derivados contratados con fines de cobertura.

- SITUACIÓN EN ESPAÑA

La legislación española optó por un modelo de emisión de los títulos hipotecarios desde el

propio balance del emisor, sin crear ningún vehículo especial. Los activos de cobertura aparecen registrados en un registro interno contable especial (art. 13 LMH).

La normativa española también contempla los activos de sustitución (artículo 17.2 de la LMH) y la utilización de los derivados con fines de cobertura.

Aislamiento en caso de concurso

- ENUNCIACIÓN.

En caso de concurso o resolución del emisor no debe producirse necesariamente una aceleración de pago a favor de los bonistas en aras de no limitar las facultades del administrador concursal del «pool» de cobertura.

Los acreedores ordinarios del emisor sólo podrán beneficiarse del patrimonio de cobertura una vez satisfechos los créditos de los bonistas.

El emisor debe tener en todo momento un plan con los procedimientos operativos para permitir un funcionamiento ordenado del programa en caso de concurso. Este plan esta íntimamente relacionado con las medidas para la gestión de la liquidez a las que luego nos referimos.

- SITUACIÓN EN ESPAÑA.

El régimen concursal aplicable –antes citado– garantiza los dos primeros elementos de la recomendación, por el contrario la normativa no obliga al emisor a tener un plan de acción para el caso de concurso o resolución.

3. *Administración del programa de emisión tras el concurso o resolución del emisor*

- ENUNCIACIÓN

El marco normativo debe contemplar que tras alguno de los anteriores eventos:

- a) El programa es administrado de forma independiente en interés preferente de los bonistas.



- b) Reglas claras y suficientemente detalladas sobre el papel del administrador, y que este pueda actuar en interés de los bonistas.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

El marco legal vigente no contempla la figura de un administrador concursal independiente del administrador ordinario, siendo ésta una de sus principales carencias. No hay duda que los intereses de los cedulistas son diferentes a los de los restantes acreedores y de ahí la obvia necesidad de que se nombren dos administradores concursales diferentes.

4. Características del «Cover Pool»

4.1. Composición del «Cover Pool»

- ENUNCIACIÓN

La EBA permite «pools» mixtos dónde entren hipotecas residenciales y comerciales siempre que:

- a) Se establezcan límites a la composición del «pool» en aras de que el perfil de riesgo se mantenga de forma consistente durante su vida (está implícito que las hipotecas comerciales son más arriesgadas).
- b) Sin perjuicio de que otras medidas para garantizar la estabilidad y consistencia del «pool» puedan ser estudiadas.

En los «pools» distintos a los hipotecarios sólo se admitirá una clase de activos primarios (ie no mezclar hipotecas navales con créditos a las Administraciones Públicas).

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La normativa española sólo admite en los patrimonios de cobertura un único tipo de activo: préstamos hipotecarios (cédulas hipotecarias), créditos a las Administraciones Públicas (cédulas territoriales) y créditos para la financiación de la actividad exterior (cédulas de internacionalización).

La LMH permite sin restricciones, ni especiales cautelas, que en el caso de títulos hipotecarios el colateral éste compuesto tanto por hipotecas comerciales como residenciales, la única diferencia hace referencia a su respectivo LTV máximo (mayor en las residenciales por su menor riesgo).

4.2. Localización geográfica de los activos

- ENUNCIACIÓN

Los activos de cobertura estarán en el Espacio Económico Europeo.

Los activos localizados en otros Estados sólo serán admisibles tras un juicio de equivalencia de sus requerimientos prudenciales y de supervisión.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La normativa española (artículo 6 del Reglamento de la LMH, RD 716/2009, RMH) sólo admite como colaterales a los créditos garantizados por inmuebles situados en la UE, siempre que el régimen de sus garantías sea equivalente al previsto por la legislación española.

5. Valoración de los activos de cobertura y criterios sobre LTV («Loan to Value»)

5.1. Límites al LTV

- ENUNCIACIÓN

El marco regulatorio debería prever:

- a) Niveles máximos de LTV a los efectos de que un **porcentaje** del préstamo concreto valga de cobertura («límites blandos»). Los préstamos que superen el LTV legal valen como cobertura pero sólo hasta dicho límite.
- b) Niveles máximos de LTV a los efectos de que un préstamo –en su totalidad– pueda servir de cobertura («límites duros»). Si no se dan el préstamo saldría del «pool».



La aplicación de los segundos, sobre todo cuando el préstamo los supera de forma sobrevenida, es vista con cierta cautela por la EBA por sus efectos distorsionadores cuando se produjera una caída seria del mercado.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

En España tradicionalmente sólo se han admitido como préstamos elegibles los que cumplen el requisito del LTV máximo y los demás previstos en la normativa del mercado hipotecario («límites duros», art 5 LMH y 5 del, RMH). Pero esto se aplicaba únicamente en el momento inicial de la emisión no exigiendo la normativa una actualización de los valores como luego veremos.

5.2. Medidas del LTV y frecuencia de su revalorización

- ENUNCIACIÓN

El marco legal debería establecer:

- a) Que el valor de los activos que sirven de colateral y los correspondientes LTV fuesen actualizados al menos una vez al año.
- b) Las reglas de tasación deberían ser transparentes y esta realizada por un agente independiente del proceso de concesión de préstamos.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

En España no existe una auténtica regulación que obligue de forma sistemática a actualizar las valoraciones hechas de los inmuebles, siendo ésta una de las principales carencias de nuestro sistema. Por el contrario el régimen de las tasaciones es muy completo y se exige que las mismas se hagan por entidades independientes (especialmente desde la reforma introducida por la ley 1 /2013).

6. Principio de cobertura y sobrecolateralización

- ENUNCIACIÓN

El llamado principio de cobertura (suficiencia del colateral) se debe proyectar a todas las

obligaciones del «pool», incluidas las contraídas con las contrapartes de las coberturas («swaps») y en su caso con los directivos/administradores, «servicers», «trustees», «cover pool monitors» y sujetos similares.

La EBA considera una buena práctica que por ley se fije un mínimo de sobrecolateralización.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

El principio de cobertura adquiere en España una extensión mayor que en cualquier otra legislación y tiene dos manifestaciones:

- a) en caso de concurso **todos** los activos de cobertura (ie en el caso de cédulas y bonos hipotecarios **todas** las hipotecas) servirían de garantía a los cedulistas/bonistas.
- b) Además se exige un determinado ratio entre títulos emitidos y los llamados préstamos elegibles (los que cumplen con un determinado LTV y demás requisitos de la legislación del mercado hipotecario) que para el caso de las cédulas se fija en el 80% (art 24 RMH).

En línea con la Recomendación, de la cobertura se benefician no sólo los inversores, sino también las contrapartes de los contratos celebrados («swaps», financiadores).

Esta sobre cobertura provoca unos altísimos niveles de afectación de los activos del emisor en perjuicio de otros acreedores (lo que se conoce como «asset encumbrance») y en el futuro no es sostenible, debiéndose ir a un modelo más en línea con el que se emplea en otras jurisdicciones («pools» limitados a un conjunto de préstamos elegibles con un nivel mínimo legal de sobrecolateralización).

7. Gestión del riesgo de activos y pasivos (Gestión de la liquidez)

7.1. Uso de derivados

- ENUNCIACIÓN

Sólo se permite el uso de derivados con fines de garantías. Por otra parte, la regulación



debe evitar el vencimiento anticipado de los contratos en caso de concurso del emisor.

- **SITUACIÓN ESPAÑOLA**

El Reglamento del Mercado Hipotecario sí que prevé que los derivados sólo se usen con fines de cobertura, pero nada dice sobre el vencimiento anticipado en caso de concurso (art 10 RMH).

7.2. Colchón de activos líquidos

- **ENUNCIACIÓN**

Debe haber siempre un colchón de activos líquidos («liquid assets buffer») para cubrir de forma suficiente los flujos del programa de CB durante un cierto periodo.

- **SITUACIÓN ESPAÑOLA**

La normativa española no contempla esta figura.

7.3. «Stress tests»

- **ENUNCIACIÓN**

El texto recomienda realizar «stress test» teniendo en cuenta al menos los siguientes factores:

- Movimientos de tipos de interés
- Movimientos en los tipos de cambio relativos a las divisas que sean relevantes.
- Calidad crediticia de los activos subyacentes.
- Niveles de amortización anticipada
- Precios de regulación de los activos subyacentes

Los tests deberían también tener en cuenta otros riesgos como el de confusión («commingling») o de compensación («netting»).

- **SITUACIÓN ESPAÑOLA**

La normativa no los exige. Este capítulo de la gestión de activos y pasivos es uno de aquellos

en que la situación española se aparta más de las recomendaciones.

8. *Papel de la autoridad competente y supervisión del CB*

8.1. Nombramiento de un «cover pool monitor»

- **ENUNCIACIÓN**

El marco legal debería prever:

- Que se nombre un «cover pool monitor» cuando se apruebe el programa de CB.
- Quienes pueden serlo y sus principales deberes y facultades
- Una obligación de reportar periódicamente a las autoridades las incidencias detectadas.

- **SITUACIÓN ESPAÑOLA**

La figura no está contemplada en España, siendo ésta otra importante carencia de la legislación. El control por el Banco de España en ningún caso suple la necesidad de esta figura.

8.2. Supervisión del emisor

- **ENUNCIACIÓN**

La autoridad competente debe aprobar el establecimiento de cada programa, y en ese momento estar al menos satisfecha de que:

- Existen adecuados procedimientos y controles, incluidos los necesarios para los supuestos de insolvencia y resolución.
- Se aplican las limitaciones nacionales que en su caso existan.

El marco legal deberá especificar claramente los deberes y obligaciones de las autoridades competentes en relación con la supervisión continuada de los CB.

En especial el marco legal deberá contemplar los deberes y facultades de la autoridad si el emisor incurre en impago («default»).



- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La supervisión del Banco de España es a posteriori y la normativa no contiene un cuadro **específico** y suficiente de las funciones y potestades del Banco de España en relación con estos títulos, siendo claramente insuficiente.

9. *Transparencia*

- ENUNCIACIÓN

Los emisores de CB deberían revelar de forma agregada información sobre los siguientes extremos:

- Riesgos de crédito, mercado y liquidez
- Niveles de sobrecolateralización
- Otras informaciones relevantes, incluida información sobre las contrapartes intervinientes.

La información deberá darse con una periodicidad al menos cuatrimestral y con un grado de detalle que permita a los inversores una adecuada comprensión del riesgo.

- SITUACIÓN ESPAÑOLA

La regulación española nada dice al respecto. Los emisores de cédulas españoles han elevado de forma muy notable sus estándares de transparencia al adherirse de forma voluntaria a la iniciativa del European Covered Bonds Council («Transparency Template»).

3. TITULIZACIONES

3.1. INTRODUCCIÓN

Tras las crisis se han producido múltiples iniciativas para tratar de mejorar aspectos regulatorios de las titulizaciones, figura a la que con mayor («subprimes americanas») o menor («titulización europea») justicia se le ha echado gran parte de la culpa de aquella.

En un primer momento tras la crisis las regulaciones (tanto a nivel mundial como específica-

mente europeo) fueron de tipo sectorial, imponiendo ciertas obligaciones a cargo de los inversores institucionales que quisieran invertir en estos productos.

Fundamentalmente dichas obligaciones consistían en:

- a) Obligación de hacer un «due diligence» de los productos.
- b) Retención de parte del riesgo de los activos cedidos (lo que en la jerga de las titulizaciones se llama «skin in the game») por parte de los originadores o patrocinadores.

En un segundo momento, sin olvidar el anterior enfoque centrado en el lado de la demanda, se va a tratar de primar aquellas titulizaciones que se consideran hipotéticamente menos propensas a causar daños, por su carácter de simples, transparentes y estandarizadas (Titulizaciones STS del inglés «Simple, Transparent and Standard», en España la expresión estandarizadas se tradujo por «normalizadas»). El mejor trato está previsto en la normativa sobre solvencia de las EC y entidades aseguradoras y también en el LCR de las primeras, asimilándose pero no plenamente identificándose al régimen de los CB.

En Europa es fundamentalmente a raíz de la iniciativa del Capital Market Union («Green Paper» del 13-V-2015) cuando se opta por favorecer este tipo de titulizaciones y adoptar una regulación específica. No obstante hay que mencionar como antecedentes el «Discussion Paper» de la EBA del 14 de diciembre de 2014 y el Report del Joint Forum de reguladores europeos de 12 de mayo de 2015, ambos referidos a las titulizaciones STS.

En desarrollo de la citada iniciativa, la Comisión Europea aprobó el 30 de Septiembre de 2015 un proyecto de Reglamento por el que se establecen normas comunes sobre titulización simple, transparente y normalizada («standard»). El mismo día se lanzó una propuesta de reforma del CRR para modificar el régimen aplicable a las titulizaciones. Se trata de propuestas muy positivas para relanzar en Europa el segmento de las titulizaciones.

Dicho proyecto será objeto de un breve análisis en el apartado siguiente de este capítulo. El texto fue aprobado con enorme celeridad por el Conse-



jo de Ministros (2 de diciembre de 2015), estando siendo su tramitación más lenta en el Parlamento.

Hay que señalar que la regulación española sobre titulaciones, contenida en la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (Título 3, Ley 5 /2015, de 27 de abril) no responde a la filosofía de la propuesta de Reglamento comunitario y en especial desconoce totalmente la categoría de las titulaciones STS. Es verdad que estas últimas son una opción para los interesados en titular y además estarán sometidas a un reglamento comunitario, pero hubiera sido deseable que la legislación española hubiera ya previsto de alguna forma la figura.

3.2. LA PROPUESTA DE REGLAMENTO SOBRE TITULIZACIÓN

En la Propuesta hay que distinguir dos partes:

1. Requisitos exigibles a todas las titulaciones y
2. Régimen de las titulaciones STS

1. Requisitos exigibles a todas las titulaciones

1.1. Requisitos de diligencia debida para los inversores institucionales

El llamado «due diligence» se extiende principalmente a comprobar los siguientes extremos:

- a) Si el originador no es una entidad de crédito (EC), debe tener criterios sólidos para la concesión de créditos (las EC se presume los tienen en virtud de su normativa prudencial especial).
- b) El originador debe retener una parte del interés económico en el activo cedido.
- c) Se debe dar información suficiente al mercado.
- d) Se deben evaluar los principales riesgos que presenta la titulización.
- e) Se deben adoptar procedimientos para supervisar los anteriores requisitos y practicar «stress tests».

- f) Garantizar un adecuado nivel de información interna a los órganos de dirección.

1.2. Retención de riesgo

Se mantiene, como ocurría en la normativa sectorial anterior, en un 5% regulándose las diferentes formas en que dicha retención puede operar.

1.3. Requisitos de transparencia

Se regula con cierto detalle la información a proporcionar a los inversores y a la autoridad supervisora.

2. Régimen de las titulaciones STS

2.1. Requisitos relativos a la simplicidad

Podemos destacar los siguientes:

- Las cesiones de activos deben ser plenas, esto es, oponibles al cedente o a cualquier otro tercero, y no verse afectadas por situaciones de insolvencia.
- Las titulaciones sintéticas estaban inicialmente excluidas pero tras una opinión de la EBA, de 18 de diciembre del 2015, favorable a las mismas, el tema parece reabierto, siempre claro que estas titulaciones cumplan con ciertos requisitos.
- Declaraciones y garantías del cedente de que los activos están libres de cargas.
- Los activos cedidos deben cumplir ciertos requisitos de admisibilidad predeterminados.
- Se excluye la gestión de la cartera activa de los riesgos cedidos. (posibilidad que por cierto introduce la Ley de Fomento de Financiación Empresarial, al igual que otras medidas que la Propuesta expresamente rechaza).
- Los activos cedidos deben ser homogéneos y no pueden consistir ni en valores negociables ni en titulaciones.



- Los activos deben originarse en el curso de la actividad normal del originador y con aplicación de las reglas de suscripción («underwriting») normales.
- En las titulizaciones de hipotecas residenciales el originador tendría que haber analizado la solvencia del deudor de acuerdo con la Directiva 2014/17 /UE (sobre préstamos hipotecarios).
- No se pueden ceder activos en situación de impago ni contra deudores cuya actividad crediticia se haya deteriorado.
- Como regla general en el momento de la transferencia de los activos se debería haber realizado ya al menos un pago.
- El reembolso de los inversores no dependerá sustancialmente de las ventas de los activos cedidos.

2.2. Requisitos relativos a la normalización

- Debe cumplirse con el requisito de retención de riesgo
- Deben mitigarse a través de técnicas adecuadas, los riesgos de interés y de cambio. Los activos subyacentes no incluirán derivados salvo que sean de cobertura.
- Todos los pagos de intereses referidos a un tipo de referencia lo harán a uno empleado normalmente en el mercado.
- Como regla general los flujos se distribuirán siguiendo un modelo «pass through» y los pagos se harán siguiendo el orden de prelación preestablecido.
- Se prevé una lista mínima de eventos desencadenantes de la amortización anticipada.
- Se establecen requisitos mínimos para la documentación de las operaciones.

2.3. Requisitos relativos a la transferencia

La originadora, la patrocinadora y el vehículo de titulización deben proporcionar información, entre otros extremos sobre:

- Comportamiento histórico estático y dinámico en materia de impagos y pérdidas
- Auditoría externa de una muestra de los activos
- Modelos de flujos de efectivo

2.4. Requisitos especiales para las operaciones ABCP («Asset-backed commercial paper»)

Estas titulizaciones se someten a alguna regla especial, entre las que cabe destacar:

- Los activos deben ser homogéneos y tener un periodo de vida residual medio ponderado de dos años, sin que ninguno de ellos tenga un vencimiento residual de más de tres años. Se excluyen los préstamos hipotecarios sobre inmuebles.
- El programa ABCP no puede constituirse como una retitulización y la mejora crediticia no establecerá un segundo estrato de división en tramos a nivel de programa.
- Los valores emitidos no incluirán opciones de compra, cláusulas de prórroga ni otras que afecten a su vencimiento final.

3. Otras reglas

3.1. Sistema de «autocertificación»

Los emisores, patrocinadores y vehículos comunicarán de forma conjunta al ESMA, mediante una plantilla uniforme, que la titulización cumple con los requisitos STS.

ESMA publicará estas notificaciones en su Web y lo comunicará al regulador nacional.

Las entidades intervinientes designarán a una de ellas para que actúe como primer punto de contacto para los inversores y autoridades competentes.

3.2. Supervisión

Como es habitual en las últimas iniciativas normativas europeas, el Proyecto incluye un



régimen de supervisión y sanción bastante amplio. Las medidas aunque enérgicas, son bastante lógicas al tratarse de un régimen de «autocertificación,» que descansa en la buena fe y diligencia de originadores, patrocinadores y vehículos.