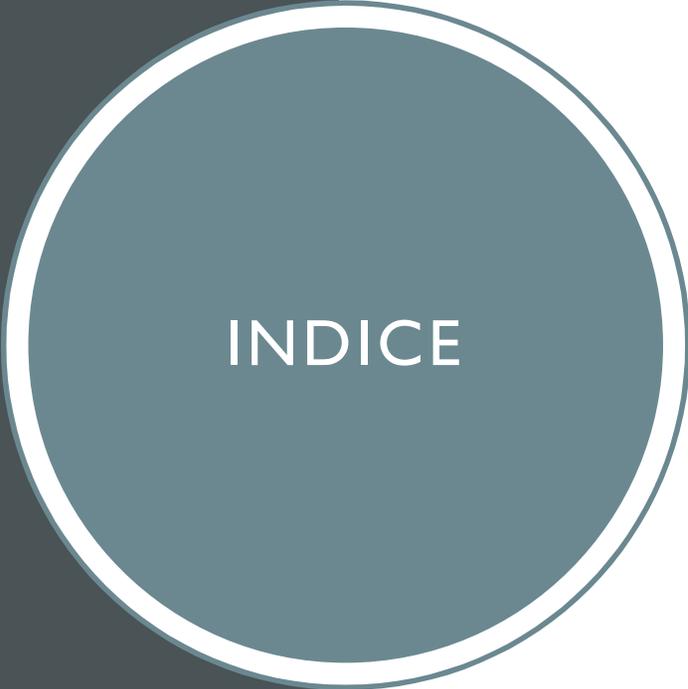


# LA TITULIZACIÓN: CONCEPTO, DESAFÍOS Y MEJORES PRÁCTICAS INTERNACIONALES

María Ruiz de Velasco

MARÍA RUIZ DE VELASCO  
[mariarvc@gmail.com](mailto:mariarvc@gmail.com)





# INDICE

## 1. **Proceso de titulización:**

- Concepto, origen y contribución al desarrollo del mercado de valores
- Activos o flujos susceptibles de titularizar
- Etapas del proceso de titulización
- Entidades que intervienen en el proceso de titulización
- Vehículos utilizados para llevar a cabo la titulización
- Importancia de las agencias calificadoras de riesgo en el proceso de titulización

## 2. **Desafíos**

- La legislación local de Guatemala
- Lecciones aprendidas con la crisis financiera internacional
- Mejores prácticas internacionales – recomendaciones de la IOSCO

## 3. **Nuevo Reglamento europeo sobre Titulización**

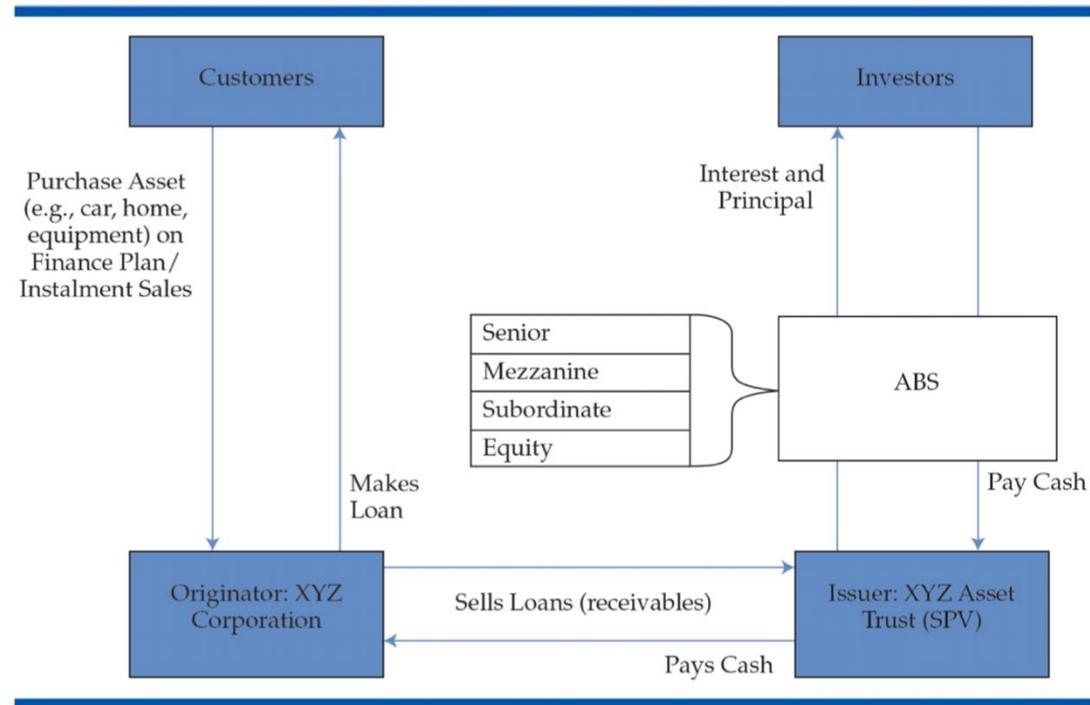
# I. PROCESO DE TITULIZACIÓN

## CONCEPTO, ORIGEN Y CONTRIBUCIÓN AL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES

- **Concepto:** Proceso de conversión de derechos de crédito poco líquidos en otro tipo de activos financieros más líquidos susceptibles de negociación. Es una técnica financiera por la cual se agrupa un conjunto de derechos de crédito que se transmiten a un vehículo, el cual a su vez, emite valores para financiar la adquisición.
- **Origen:** Desde que se produjo la primera titulización de activos hipotecarios en Estados Unidos en 1970, esta actividad se ha extendido, si bien con intensidad y diferente ritmo, a otros países y mercados, hasta el punto de que en los últimos años se ha convertido en uno de los productos más destacados de la innovación financiera.

CONCEPTO

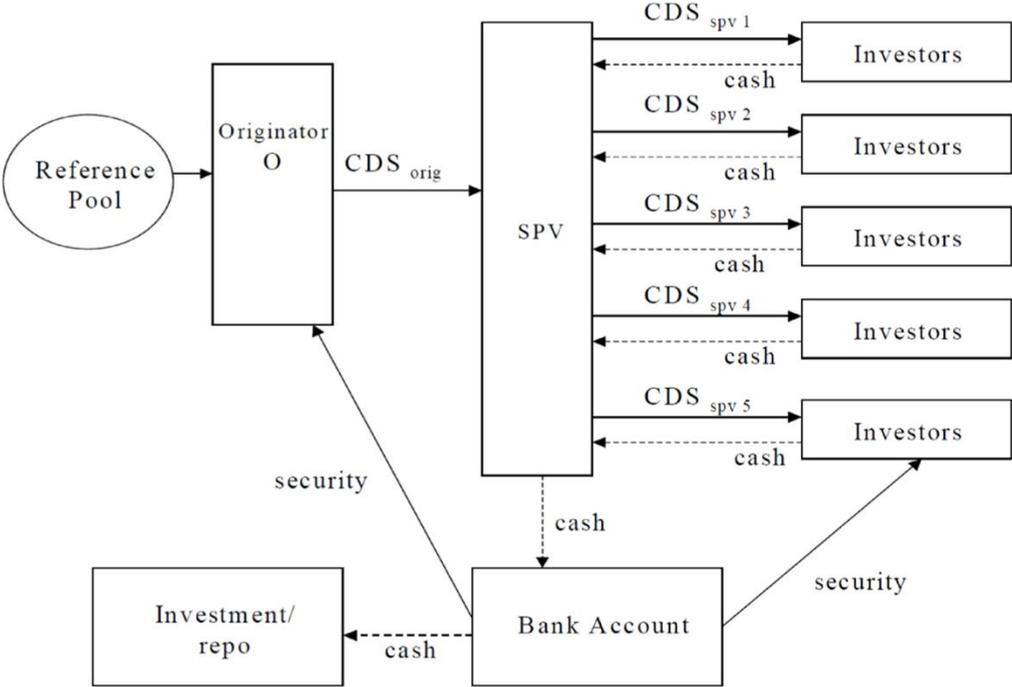
Figure 1: a traditional securitisation



Source: [CFA Institute](#).

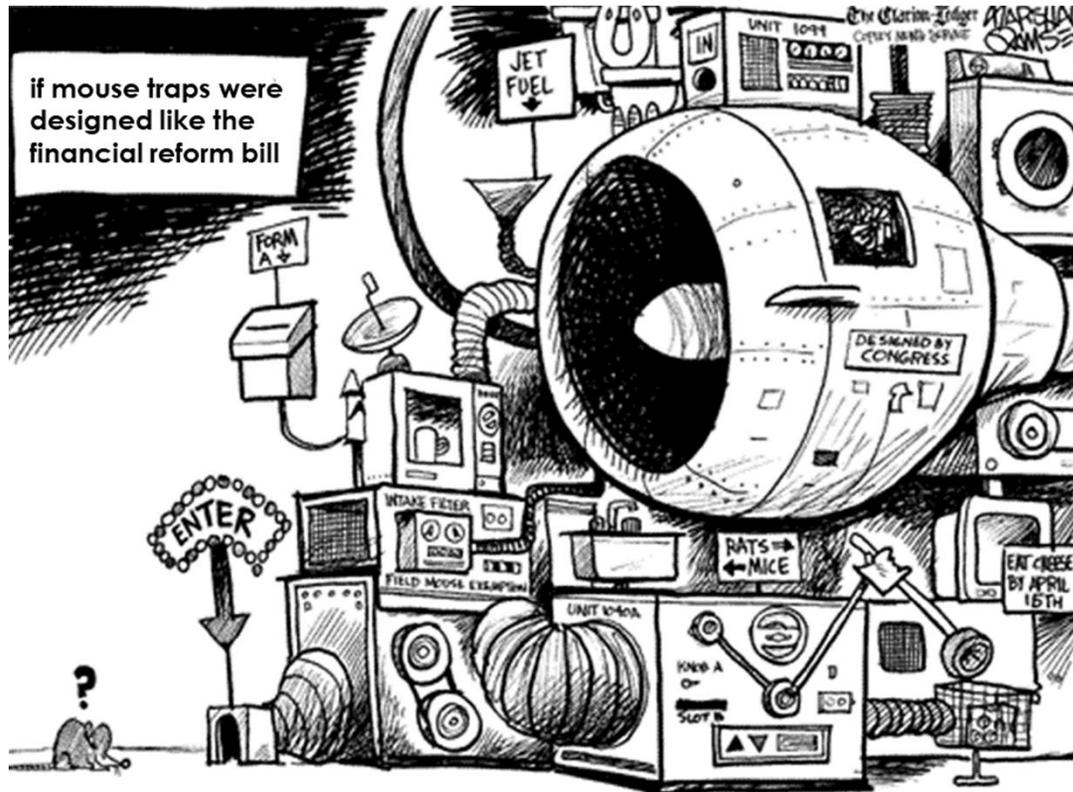
CONCEPTO

Figure 2: a synthetic securitisation



Source: I. Bell, P. Dawson, 'Synthetic securitisation: use of derivative technology for credit transfer'.

CONCEPTO



## CAUSAS QUE EXPLICAN EL AUGE DE LA TITULIZACIÓN

---

### OFERTA

Por una parte, existen factores de oferta que están relacionados con las ventajas que supone para las entidades:

- tanto en **términos de captación de financiación a unos costes atractivos;**
- como de **gestión y diversificación del riesgo de crédito** asumido.

---

### DEMANDA

Desde el punto de vista de la demanda, los inversores han tenido **acceso a nuevos productos que ofrecen nuevas combinaciones de rentabilidad y riesgo** (*search for yield*). Por otra parte, el creciente desarrollo de los mercados de renta fija privada (sobre todo secundarios) ha contribuido a la colocación y posterior negociación de los bonos de titulización.

# ACTIVOS O FLUJOS SUSCEPTIBLES DE TITULIZACIÓN

- El **abanico de activos** susceptibles de titular es muy amplio y no solo incluye **derechos de crédito presentes** (prestamos hipotecarios, tarjetas de crédito, préstamos al consumo, préstamos para la financiación automóbiles, bonos de renta fija, bonos de titulización, etc.), **sino también futuros** (derechos de autor, ingresos por arrendamientos, cuentas a cobrar derivadas de suministros como el agua, gas, electricidad, teléfono o también los peajes de autopista etc etc.).
- Existen varias maneras de clasificar y denominar los distintos productos que se engloban dentro del proceso de la titulización.
- Así, y **en función del vencimiento** de los títulos emitidos, se distingue entre:
  - Los programas que emiten valores a **corto plazo** (programas **ASSET-BACKED COMMERCIAL PAPER, ABCP**, o de papel comercial), por ser a menos de un año, y
  - Los programas que emiten **bonos a largo plazo** (**ASSET BACKED SECURITIES, ABS** y **COLLATERALISED DEBT OBLIGATIONS, CDO**). En este último grupo también se incluirían las titulizaciones sintéticas, en las que no se emiten valores.

CORTO PLAZO  
" *ASSET-BACKED  
COMMERCIAL  
PAPER, ABCP* "

Las titulaciones que emiten papel a corto plazo (programas de papel comercial o de pagarés de titulación, o **ABCP**) son programas donde **el vehículo especial de titulación emite títulos que predominantemente tienen un vencimiento menor al año.**

El activo del vehículo (la cartera titulizada) puede estar formado por activos de distinta naturaleza y vencimiento. Aunque tradicionalmente el negocio de los ABCP se llevó a cabo sobre derechos de cobro a corto plazo, como **recibos**, actualmente son numerosos los programas que titulan **activos a largo plazo**, aunque emitan a corto.

Por lo tanto, **la denominación ABCP hace referencia al vencimiento de los títulos emitidos y no al de los activos titulizados.**

LARGO PLAZO  
“*ASSET BACKED  
SECURITIES, ABS*”

**Las titulaciones a largo plazo abarcan la mayor parte del mercado.**

Los **ABS** se caracterizan porque la **cartera titulizada es muy granular** y el **riesgo de los activos que la componen es relativamente homogéneo**. Dentro de los activos que respaldan los ABS, se sitúan, de un modo destacado, en la mayoría de los mercados, los préstamos hipotecarios, que dan lugar a nomenclaturas muy conocidas para los bonos de titulización de dichos programas, como son los RMBS (***Residencial Mortgage-Backed Securities***) o los CMBS (***Commercial Mortgage-Backed Securities***).

Otros activos subyacentes de los ABS son los préstamos a empresas, al sector público y para la adquisición de automóviles, los derechos de crédito de tarjetas y los derechos de crédito de facturas.

**La emisión de títulos a largo plazo no lleva aparejada la necesidad de que el vencimiento de la cartera titulizada sea también a largo.**

LARGO PLAZO  
“*COLLATERALLISED  
DEBT OBLIGATIONS,  
CDO*”

A través de los **CDO**, que son un tipo de estructuras más reciente, pero que ha llegado a representar gran parte del mercado internacional (sobre todo Estados Unidos, Reino Unido y Alemania), **la cartera objeto de la titulización es poco granular, al tiempo que el riesgo de crédito de los activos que la componen es más heterogéneo que en una titulización ABS.**

Los instrumentos titulizados mediante un CDO pueden ser **bonos** (Collateralised Bond Obligation, CBO), o **préstamos** (Collateralised Loans Obligations, CLO).

Así, **a través de un CBO se pueden titularizar subyacentes muy distintos, desde bonos corporativos de grandes empresas, hasta deuda de países emergentes, bonos high yield, hed-ge funds, private equity o, incluso, bonos de titulización [CDO de ABS (si es un bono de ABS) o CDO al cuadrado (si es de otro CDO)].**



## ETAPAS DEL PROCESO DE TITULIZACIÓN

### **1. Selección de la cartera de activos**

Requiere trabajo interno de la entidad para organizar y conocer los flujos de ingresos que se han de derivar de los activos en cuestión.

### **2. Estructuración financiera**

Supone definir la transformación financiera que se realiza a través del balance del fondo de titulización.

### **3. Estructuración jurídica**

Elaboración de toda la documentación legal pertinente a la operación.

### **4. Otros requisitos previos a la constitución de un fondo**

Proceso de calificación crediticia de las emisiones de bonos y, en su caso, realización de auditorías externas de la cartera titulizable.



## ETAPAS DEL PROCESO DE TITULIZACIÓN

### **5. Constitución del fondo de titulización**

Ejecución de los trámites formales de verificación y registro en el Regulador, de constitución ante notario, de registro en la Sociedad de Compensación y Liquidación de Valores, y de alta en el mercado oficial elegido para la negociación de los títulos.

### **6. Aseguramiento y colocación de los títulos emitidos**

El Regulador exige que la sociedad gestora exhiba documentos que confirmen el aseguramiento de las distintas emisiones de fondo.

### **7. Administración del fondo e información**

Durante toda la vida del fondo, la entidad originadora de los activos continúa con la administración de los activos y suministra a la sociedad gestora del fondo toda la información que ésta requiere.

### **8. Procesos de control y contabilidad de la entidad titulizadora**

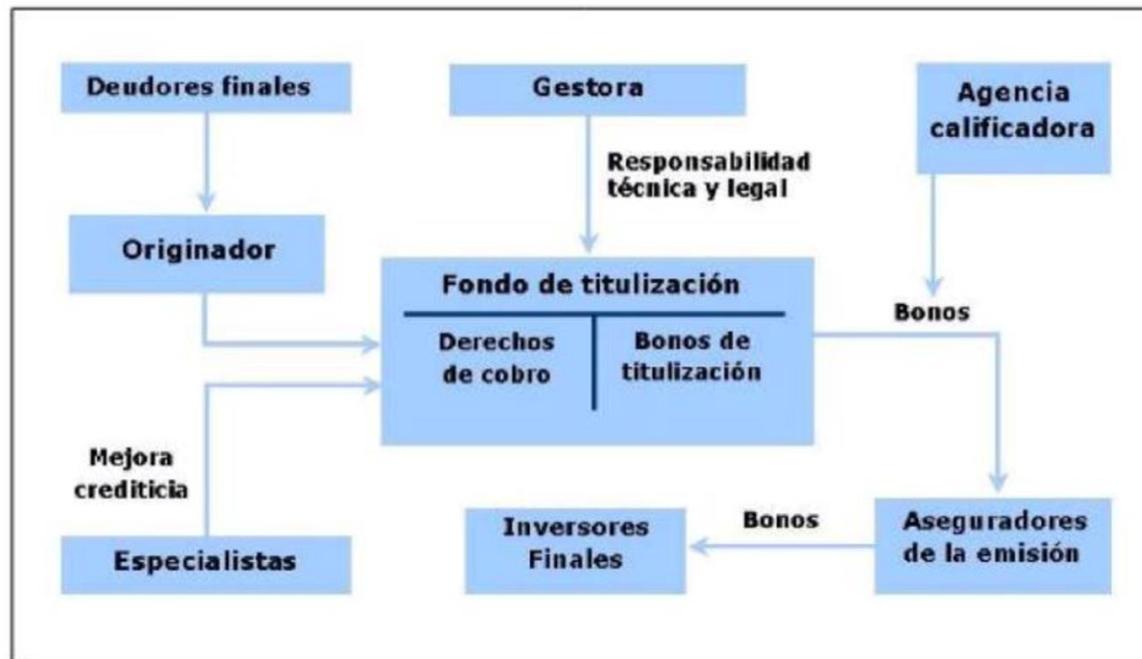
El proceso de titulización exige que los sistemas de la entidad titulizadora estén capacitados para dar un tratamiento adecuado a la información.

### **9. Liquidación del fondo**

Realización de todos los trámites necesarios para la liquidación del fondo.

ENTIDADES  
QUE  
INTERVIENEN  
EN EL  
PROCESO DE  
TITULIZACIÓN

**Gráfico 2.1. Esquema genérico de los participantes en un proceso de titulización y sus funciones**



# VEHÍCULOS UTILIZADOS PARA LLEVAR A CABO LA TITULIZACIÓN

“**TRUST**” para el mercado anglosajón;

“**FONDO DE TITULIZACIÓN**” en los ordenamientos jurídicos francés y español.

“**FONDO DE TITULIZACIÓN o SOCIEDADES DE TITULIZACIÓN**” en el ordenamiento jurídico portugués.

**Idea básica:** en su sentido más puro la titulización requiere que el vehículo constituya un **patrimonio separado no consolidable con el del originador de los activos**.

El vehículo debe haber sido aislado de los riesgos del originador y, en particular, de la eventual quiebra de éste (entidad *bankruptcy remote*).

La posibilidad de establecer una relación entre el originador y el vehículo, por vínculos societarios, financieros o contractuales, es de la máxima importancia, pues:

- condiciona el riesgo de los títulos emitidos
- determina los efectos contables/fiscales de la venta de activos para el emisor.

La situación óptima es aquella en la cual no existe vínculo alguno.

# VEHÍCULOS UTILIZADOS PARA LLEVAR A CABO LA TITULIZACIÓN

## **ENTIDAD GESTORA:**

Realiza la gestión de la entidad vehículo y ostenta su representación al carecer éste de personalidad jurídica (es el *trustee* en los mercados anglosajones).

La función del gestor es administrar el vehículo, sin tomar ni introducir riesgo alguno en la operación, asignando los ingresos procedentes de los activos a las distintas obligaciones contraídas por el vehículo con inversores y agentes proveedores de garantías y servicios necesarios.

Por otro lado, el gestor asume las obligaciones de información a los mercados y, en su caso, a los entes públicos supervisores. Asimismo, asume las funciones de administración contable y fiscal.

El grado de independencia del gestor respecto al originador de los activos es variado: desde la absoluta independencia hasta la propiedad total como de hecho, ocurre en algunas ocasiones en el mercado español. Esta dependencia puede introducir potenciales conflictos de interés.

## IMPORTANCIA DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO (CRA)



La elevada complejidad intrínseca de los bonos de titulización generados mediante esta fuente de financiación estructurada



La exigencia por parte de los supervisores de que estos títulos cuenten con un *rating* otorgado por alguna agencia de calificación oficial



La relevancia que los inversores han depositado en los *ratings*



Su labor determinante, junto con la entidad directora de la emisión, en el diseño de las emisiones

## IMPORTANCIA DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO (CRA)



El sistema de análisis y calificación crediticia puede plantear un conflicto de intereses, ya que es el propio emisor de los valores, quien por otra parte tiene un mayor conocimiento de los activos a evaluar, el encargado de contratar y retribuir a las CRAs.



Adicionalmente, las propias agencias pueden participar junto con la entidad directora de la emisión en el diseño de la misma. Así, la relajación en los procesos de calificación de los bonos de titulización respaldados por préstamos hipotecarios durante los años previos a la crisis se confirma con diversos estudios.



Por otro lado, algunos investigadores detectaron evidencias de **aplicación de juicios subjetivos** por parte de las CRAs para inflar los ratings de títulos CDO.

## IMPORTANCIA DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO (CRA)

### Las agencias de calificación dan mejores notas a sus buenos clientes

Miguel Jiménez 20 OCT 2012 - 00:14 CEST



Raymond McDaniel, presidente de Moody's, y Kathleen Corbet, expresidenta de S&P. M.GOLDEN (BLOOMBERG)

Un estudio recién publicado por el [Banco Central Europeo \(BCE\)](#) muestra que las agencias de calificación tratan de forma más benevolente a los bancos que les proporcionan negocio por otras vías. Los resultados del estudio sugieren que "existen conflictos de intereses entre los bancos y las agencias de calificación que parecen alterar el proceso de calificación". "Las agencias de calificación dan calificaciones sistemáticamente mejores a los bancos que proporcionan a la agencia una gran cantidad de negocio por calificar bonos de titulización de activos", añade el informe.

## 2. DESAFÍOS:

# GUATEMALA

# MERCADO DE VALORES

- **CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE LA REPÚBLICA DE GUATEMALA**
- **LEY DEL MERCADO DE VALORES**

Al Registro del Mercado de Valores y Mercancías le corresponde, no solamente una labor registral, sino que además debe cumplir y hacer que se cumplan las disposiciones establecidas en la LMV, así como emitir disposiciones reglamentarias de carácter general con relación a la oferta pública extrabursátil de valores.

## SEGURIDAD JURÍDICA

- En los mercados financieros, que es el ámbito natural de las operaciones de titularización, existe un elemento relevante y que corresponde a la **CONFIANZA** del inversionista en dicho mercado.
- Dicha confianza está afianzada en el hecho de que exista **un ordenamiento jurídico que refleje y otorgue seguridad y transparencia.**
- Los riesgos legales pueden ser de diversa índole, pero destaca el riesgo de que se produzca un **CONCURSO DE ACREEDORES EN LA ENTIDAD ORIGINADORA.**
- En dicho proceso judicial, los activos titulizados podrían ser incluidos entre la masa de activos considerada en dicho concurso. Por esta circunstancia, es trascendental que la transmisión patrimonial de los activos (true sale), cumpla los requisitos legales que corresponda.

## IBEROAMÉRICA

En el mercado **iberoamericano**, la titulización ha venido cumpliendo las funciones económicas indicadas hasta el momento y, en particular, ha compartido el proceso común a todos los mercados financieros desarrollados de la **expansión:**

- **desde el ámbito hipotecario**, en el que se titulan créditos con garantía real inmobiliaria;
- **hasta un ámbito general, donde se titulan créditos derivados de todo tipo de operaciones financieras** (así, por ejemplo, operaciones de arrendamiento financiero, flujos futuros esperados provenientes de concesiones u obras públicas, etc.).

En todo caso, se constata que, **en la mayor parte de los países iberoamericanos (México, Brasil) predomina la titulización hipotecaria**. En este sentido, el proceso de la titulización hipotecaria constituye una muestra significativa de la función económica de la titulización en general por ser este el ámbito donde el fenómeno cuenta con un mayor desarrollo en la práctica.

**Tabla 1**  
**Indicadores selectos para Centroamérica y sus pares en la región**

País	Calificación en moneda extranjera LP	Perspectiva	PIB nominal (Miles de millones de US\$)		Crecimiento del PIB real (%)		PIB per cápita (Miles de US\$)	
			2015	2016e	2015	2016e	2015	2016e
<b>Centroamérica</b>								
Panamá	BBB	Estable	52		5.8	5.5	13.1	13.9
Costa Rica	BB-	Negativa	53		2.8	3.6	10.8	10.9
El Salvador	B+	Estable	26		2.5	2.5	3.9	4.1
Guatemala	BB	Estable	64		4.2	3.6	3.9	4.0
Honduras	B+	Estable	20		3.6	3.6	2.3	2.3
Nicaragua	B+	Estable	13		4.9	4.1	2.0	2.1
<b>Pares en la región</b>								
México	BBB+	Estable	1,144		2.5	2.6	9.4	8.7
Colombia	BBB	Negativa	291		3.1	2.6	6.2	5.6
Perú	BBB+	Estable	181		3.3	3.5	5.8	5.9

\* Fuente: Indicadores de riesgo soberano de S&P Ratings al 12 de abril de 2016.  
e—Estimado.

# INICIATIVA DE LEY

Fecha conocimiento en el pleno:

**05 Abril, 2011**

Categoría:

**Civil**

**DESCARGAR DOCUMENTO 1** (<https://www.congreso.gob.gt/wp-content/plugins/iniciativas-de-ley/includes/uploads/docs/Registro4299.pdf>)

## Descripción:

Iniciativa que dispone aprobar reformas al decreto número 34-96 del Congreso de la República, Ley del Mercado de Valores y Mercancías. Modifica la literal g del art. 43, modifica el nombre del título VII, modifica el art. 52, modifica el art. 53 Registro de las anotaciones en cuenta, modifica el art. 54 Suscripción y Transmisión, modifica el art. 55 Adquirente de Buena Fe, modifica el art. 56 Certificada, modifica el art. 57 Constitución de Derechos y Gravámenes, modifica el art. 58 Responsabilidad, modifica el art. 59 Macrotítulo, modifica el título VII, modifica el art. 77 Contrato de Suscripción de Valores, se adiciona el art. 77 bis Naturaleza y elementos de los Fondos de Titulización o Titularización de Activos FTA, adiciona el art. 77 ter Activo de los Fondos de Titulización o Titularización de Activos FTAs, se adiciona el art. 77 quater Condiciones que deben regir las cesiones de derechos a un Fondo de titulización o titularización de activos FTA, adiciona el art. 77 quinquies Pasivo de los Fondos de Titulización o Titularización de activos, adiciona el art. 77 sexies Escrituras de constitución de los FTAs, adiciona el art. 77 septies Tipos de FTAs, adiciona el art. 77 octies Emisión, informes y registros, adiciona el art. 77 novies Régimen impositivo.

## RESUMEN

Última actualización: 7 de Septiembre, 2017

PASO	ESTADO
Dirección legislativa	COMPLETO
Presentación pleno	COMPLETO
Dictamen de comisión	NO APLICA
Primer debate	NO APLICA

## TITULIZACIÓN DE REMESAS FAMILIARES

### REMESAS FAMILIARES:

- En los procesos de titulación de remesas familiares, lo que se aporta o transforma es un **bien cuya propiedad no se dispone**, ya que se trata de flujos futuros, por lo que se está ante un típico **anticipo de fondos**, situación que implica riesgos adicionales para los inversores.
- En estos términos **las obligaciones emitidas en estas estructuras, carecen del respaldo que existe en otro tipo de titulaciones**, ya que el activo no existe, por lo que para paliar este riesgo, se pueden plantear varias coberturas, como **garantías reales, seguros**, etc., que en todo caso aumentan el costo de la operación.

# TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS

- La titulación de cobros futuros derivados de proyectos de infraestructuras y servicios públicos se ha venido utilizando en los últimos años en múltiples países.
- Entre los países en que se ha utilizado la titulación como instrumento para la financiación de estos proyectos destacan, a parte de los Estados Unidos, muchos estados asiáticos y latinoamericanos.
- Los elevados desembolsos iniciales asociados a los proyectos de infraestructuras y el elevado horizonte temporal de estas inversiones, son obstáculos difíciles de salvar cuando además existen problemas para acceder a los mercados internacionales en busca de financiación.
- La titulación permite, a menudo, obtener calificaciones que superan el límite que para los emisores de estos países supone el riesgo soberano; y por tanto, acceder a financiación a un menor coste.
- Es por todo ello que puede explicarse la mayor implantación de la titulación de cobros futuros derivados de infraestructuras en Asia y países de América Central y del Sur.

# TITULIZACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS EN GUATEMALA Y EN ESPAÑA

- **Guatemala**

## **Iniciativa de Ley General de Infraestructura Vial**

“La Autoridad Vial o los Desarrolladores podrán llevar a cabo operaciones de *titulación* o de *bursatilización* de flujos, con la garantía directa de los flujos del proyecto o indirecta con los derechos del Desarrollador.

En cualquier caso, la transmisión de cualquier activo o derecho al instrumento a ser utilizado para la titularización estará exenta del Impuesto al Valor Agregado – IVA-.”

**(art. 131)**

- **España**

## **Ley 13/2003, de 23 de mayo, reguladora del contrato de concesión de obras públicas**

“La ley facilita la apertura de la sociedad concesionaria al mercado de capitales a través de la *titulación* de los derechos de crédito vinculados a la explotación de la obra, titulación que podrá referirse, en su caso, a los que correspondan a las zonas complementarias de la concesión de carácter comercial.”

“El concesionario tendrá el derecho a titular sus derechos de crédito”.

La presencia del capital privado se asegura mediante un **sólido repertorio de garantías para los posibles acreedores hipotecarios y poseedores de títulos**

**(art. 254).**

## GARANTÍAS – ARTÍCULO 254 (LEY 13/2003)

1. Podrán emitirse valores que representen una participación en uno o varios de los derechos de crédito a favor del concesionario consistentes en el derecho al cobro de las tarifas, los ingresos que pueda obtener por la explotación de los elementos comerciales relacionados con la concesión, así como los que correspondan a las aportaciones que, en su caso, deba realizar la Administración. La cesión de estos derechos se formalizará en escritura pública que, en el supuesto de cesión de las aportaciones a efectuar por la Administración, se deberá notificar al órgano contratante y ello sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo quinto de este apartado.

Los valores negociables anteriormente referidos se representarán en títulos o en anotaciones en cuenta, podrán realizarse una o varias emisiones y podrán afectar derechos de crédito previstos para uno o varios ejercicios económicos distintos.

Tanto las participaciones como directamente los derechos de crédito a que se refiere el primer párrafo de este apartado podrán incorporarse a fondos de titulización de activos que se registrarán por la normativa específica que les corresponda.

De la suscripción y tenencia de estos valores que no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, se dejará nota marginal en la inscripción registral de la concesión correspondiente. Asimismo, las características de las emisiones deberán constar en las memorias anuales de las sociedades que las realicen.

La emisión de estos valores requerirá autorización administrativa previa del órgano de contratación, cuyo otorgamiento sólo podrá denegarse cuando el buen fin de la concesión u otra razón de interés público relevante lo justifiquen.

2. Los créditos incorporados a valores de los contemplados en el apartado precedente tendrán el carácter de separables en caso de quiebra del concesionario y los tenedores de los valores ocuparán el mismo lugar en la prelación que el acreedor hipotecario con respecto a los créditos incorporados.

3. Siempre que designen previamente a una persona física o jurídica que actúe como representante único ante la Administración a los solos efectos previstos en este apartado, los tenedores de valores a que se refiere el apartado 1 de este artículo podrán ejercer las facultades que se atribuyen al acreedor hipotecario en el artículo 256. Si, además, las operaciones a que dicho apartado 1 se refiere hubieran previsto expresamente la satisfacción de los derechos de los tenedores antes del transcurso del plazo concesional, éstos podrán ejercer las facultades a que se refiere el apartado 3 del citado artículo 256 a partir del vencimiento de los títulos.

4. Cuando se produzca causa de resolución de la concesión imputable al concesionario sin que los acreedores hayan obtenido el reembolso correspondiente a sus títulos, la Administración concedente podrá optar por alguna de las siguientes actuaciones:

a) Salvo que las causas de extinción fuesen las previstas en el artículo 264.b), a excepción de la suspensión de pagos, acordar el secuestro de la concesión conforme a lo previsto en el artículo 251 de esta ley a los solos efectos de satisfacer los derechos de los acreedores sin que el concesionario pueda percibir ingreso alguno.

b) Resolver la concesión, acordando con el representante de los acreedores la cuantía de la deuda y las condiciones en que deberá ser amortizada. A falta de acuerdo, la Administración quedará liberada con la puesta a disposición de los acreedores de la menor de las siguientes cantidades:

El importe de la indemnización que correspondiera al concesionario por aplicación de lo previsto en el artículo 266 de esta ley.

La diferencia entre el valor nominal de la emisión y las cantidades percibidas hasta el momento de resolución de la concesión tanto en concepto de intereses como de amortizaciones parciales.

5. Si se produjera causa de resolución no imputable al concesionario y los acreedores no se hubiesen satisfecho íntegramente de sus derechos, la Administración podrá optar por actuar conforme a lo previsto en el párrafo a) del apartado anterior o bien por resolver la concesión acordando con el representante de los acreedores la cuantía de la deuda y las condiciones en que deberá ser amortizada. A falta de acuerdo, la Administración quedará liberada con la puesta a disposición de la diferencia entre el valor nominal de su inversión y las cantidades percibidas hasta el momento de resolución de la concesión tanto en concepto de intereses como de amortizaciones parciales.

6. Quedará siempre a salvo la facultad de acordar la licitación de una nueva concesión una vez resuelta la anterior.

7. Las solicitudes referentes a las autorizaciones administrativas previstas en este artículo se resolverán por el órgano competente en el plazo de un mes, debiendo entenderse desestimadas si no **32**olviera y notificara en ese plazo.

# LESSONS LEARNT

# INNOVACIÓN FINANCIERA

TITULIZACIÓN  
(1970-2000)

- Crecimiento moderado
- Efectos benignos

 TITULIZACIÓN  
(2000-2007)

- Crecimiento exponencial
- Productos complejos y sintéticos
- Colateral de baja calidad

# INCENTIVOS PERVERSOS



## VENTAJAS ASOCIADOS A LA TITULIZACIÓN

### MENOR COSTE DE LA FINANCIACIÓN

- MEJOR GESTIÓN DE RIESGOS
- MAYOR LIQUIDEZ

### NUEVAS OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

- DIVERSIFICACIÓN
- PRODUCTOS HECHOS A MEDIDA
- SINTÉTICOS QUE NO EXIGEN UN DESEMBOLSO INICIAL

### LIBERACIÓN DE CAPITAL REGULATORIO

- REDUCIR SUS REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

## RIESGOS ASOCIADOS A LA TITULIZACIÓN

### RIESGO DE CRÉDITO

- RIESGO DE IMPAGO
- DETERIORO DEL ACTIVO QUE RESPALDA LOS TÍTULOS
- “RETENCION DEL RIESGO” POR EL ORIGINADOR

### RIESGO DE DILUCIÓN

- RIESGO DE QUE EL DERECHO DESAPAREZCA (P.E.MERCANCIA DEFECTUOSA)

### RIESGO DE PREPAGO

- RIESGO DE AMORTIZACIÓN ANTICIPADA DE LOS ACTIVOS QUE RESPALDAN LA TITULIZACIÓN

## MATERIALIZACIÓN DE LOS RIESGOS

- La crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos en el verano de 2007 ha puesto de manifiesto la **materialización de buena parte de los riesgos** que se han mencionado en la diapositiva anterior.
- Así, las hipotecas de alto riesgo o **subprime** se habían venido concediendo cada vez de forma más frecuente en los últimos años en Estados Unidos, hasta configurar más del 12% del mercado hipotecario en 2007.
- Entre otros factores, el crecimiento en el volumen de este tipo de hipotecas se vio **incentivado** porque una elevada proporción de estos créditos se titulizaban bajo el esquema de **originar para distribuir**.
- Así, fueron surgiendo entidades especializadas en este tipo de productos, que, una vez concedida la hipoteca, la vendían al mercado a través del proceso de titulización, desvinculándose de la situación patrimonial del acreditado y de su posterior seguimiento.

## MATERIALIZACIÓN DE LOS RIESGOS II

- Las **estructuras** empleadas en estos procesos de titulización en algunos casos eran **complejas**.
- El primer elemento de riesgo que se manifestó en la crisis del *subprime* fue el **riesgo de crédito**.
- Posteriormente, la complejidad asociada al tipo de estructuras empleadas, en concreto, **la titulización de préstamos hipotecarios *subprime* conllevaba la emisión de bonos de titulización (ABS) que volvían a ser titulizados**, a través de dos estructuras distintas.
- La desconfianza sobre las valoraciones, los elementos derivados de la selección adversa y la falta de transparencia acerca de las entidades que sufrían dificultades se contagiaron al resto de mercados financieros, hasta tal punto que las entidades de crédito dejaron de concederse financiación entre sí en los mercados interbancarios, obligando a la intervención de distintos bancos centrales.
- Estos acontecimientos han puesto de manifiesto la dificultad para valorar adecuadamente este tipo de productos, hasta tal punto que se ha cuestionado el papel jugado por las agencias de calificación.
- La desconfianza también se intensificó por el hecho de que los riesgos se habían extendido por el sistema financiero internacional.
- La complejidad se manifestó también en las dificultades para la resolución de los problemas.

## MATERIALIZACIÓN DE LOS RIESGOS (CASO ESPAÑOL)

- En España, la titulización de activos presenta particularidades importantes, que hacen que los riesgos difieran sustancialmente de aquellos que se concretaron a raíz de las crisis del *subprime* en Estados Unidos. Estas particularidades se pueden identificar en dos niveles: primero, en lo relativo al **tipo de modelo de titulización empleado por la banca española**; segundo, en lo referente a la **calidad de los activos** titulizados.
- En España **no se trata de un modelo de originar para distribuir**. Las entidades españolas no han visto la titulización de activos como un negocio en sí mismo sino que han empleado este mecanismo fundamentalmente como una forma adicional de obtención de financiación.
- La elevada calidad de las carteras titulizadas por las entidades españolas. En España no existe un mercado *subprime*. La morosidad de los activos titulizados de las familias no solo es muy reducida, sino que es incluso menor que la de los préstamos no titulizados.

## NOTICIA DEL PERIODICO CINCO DIAS 31 MAYO 2017

### La CNMV investiga posibles facturas falsas en un fondo de titulización de Auriga

- Las pérdidas, por hasta el 58% de los activos, podrían deberse a un fraude
- Los bonos emitidos, solo para institucionales, tienen un saldo vivo de 75 millones



Intermoney Titulización advierte que si dichos vicios ocultos no se subsanaran, "el patrimonio del fondo se verá significativamente deteriorado". Así, la situación podría afectar hasta al 58% de los activos del fondo. El saldo vivo de bonos emitidos es 75 millones de euros, que ayer fueron suspendidos de cotización en el MARF. Se trata de bonos con un nominal unitario de 100.000 euros y dirigidos

exclusivamente a inversores institucionales. El fondo está auditado por Deloitte y tenía calificaciones de las agencias Axesor y la alemana Creditreform. La primera le otorgó una nota por debajo del grado de inversión (BB), pero la segunda se lo colocó por encima, en A.

Estos **bonos de titulización** están respaldados por facturas de pequeñas empresas pendientes de cobro. La mecánica del fondo consiste básicamente, en la cesión de derechos de cobro –facturas, esencialmente– por parte de una empresa a una entidad, que abona el importe de ese derecho con un descuento. El deterioro podría venir de la falsedad de esas facturas, según fuentes conocedoras de la situación. La falta de liquidez de esta emisión es total. Desde su lanzamiento, solo se ha negociado tres veces: en 2014, en agosto de 2016 y el pasado febrero.

# MEJORES PRACTICES INTERNACIONALES

# EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DESDE LA CRISIS

EL COSTE DE LA CRISIS Y LA NECESIDAD DE REFORMA DE LA REGLAMENTACIÓN

RESTABLECIMIENTO Y DESARROLLO DEL MERCADO ÚNICO

CREACIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA

MEDIDAS REGULATORIAS DE RESPUESTA A LA CRISIS

MEJORES PRÁCTICAS  
INTERNACIONALES

RECOMENDACIONES DE LA  
IOSCO

# Global Developments in Securitisation Regulation

Final Report



**OICU-IOSCO**

THE BOARD  
OF THE  
INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS

FR08/12

16 NOVEMBER 2012

## RECOMENDACIONES DE LA IOSCO

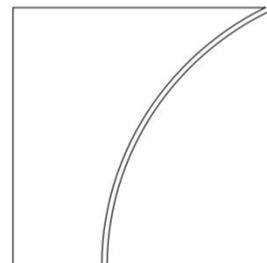
- Después de la crisis, el Financial Stability Board solicitó a IOSCO que realizase un ejercicio de análisis sobre ciertos aspectos de la securitización con el fin de emitir recomendaciones:
  1. **Retención del riesgo** - “*Skin in the game*”.
  2. **Transparencia** - Información que debe ser dada a los inversores, en particular sobre “*Stress Testing*”, análisis de escenarios e información que ha sido dada a las CRAs)
  3. **Standardización** - *Templates*

## MEJORES PRÁCTICAS INTERNACIONALES

RECOMENDACIONES DE LA  
IOSCO Y DEL COMITÉ DE BASILEA

Basel Committee  
on Banking Supervision

Board of the  
International Organization of  
Securities Commissions



### **Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations**

July 2015



BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS



## RECOMENDACIONES DE LA IOSCO Y BASILEA

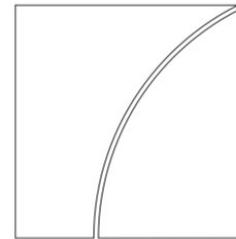
- Los criterios que promueven la **simplicidad** se refieren a la **homogeneidad** de los activos subyacentes con características simples y una estructura de transacción que no es demasiado compleja.
- Los criterios de **transparencia** brindan a los inversores información suficiente sobre los activos subyacentes, la estructura de la transacción y las partes involucradas en la transacción, promoviendo así una comprensión más completa de los riesgos involucrados. La forma en que está disponible la información no debe obstaculizar la transparencia, sino que debe apoyar a los inversores en su evaluación.
- Los criterios que promueven la **comparabilidad** podrían ayudar a los inversores a comprender estas inversiones y permitir una comparación más directa entre los productos de titulización dentro de una clase de activos.

# MEJORES PRÁCTICAS INTERNACIONALES

RECOMENDACIONES DE IOSCO Y  
DEL COMITÉ DE BASILEA

Basel Committee  
on Banking Supervision

Board of the International  
Organization of Securities  
Commissions



Criteria for identifying  
short-term "simple,  
transparent and  
comparable"  
securitisations

May 2018



BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS



**IOSCO**

## RECOMENDACIONES DE IOSCO Y BASILEA PARA TITULIZACIONES A CORTO PLAZO

- Criterios de sencillez
- Criterios de transparencia
- Criterios de comparabilidad
- Tratamiento de capital

# 3. NUEVO REGLAMENTO EUROPEO SOBRE TITULIZACIÓN

# EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DESDE LA CRISIS

EL COSTE DE LA CRISIS Y LA NECESIDAD DE REFORMA DE LA REGLAMENTACIÓN

RESTABLECIMIENTO Y DESARROLLO DEL MERCADO ÚNICO

CREACIÓN DE LA UNIÓN DE MERCADOS DE CAPITALES

## MEDIDAS ADOPTADAS POR LA COMISIÓN EUROPEA

La Comisión Europea ha propuesto **dos medidas legislativas** para promover un mercado seguro y líquido para la titulización.

1. Un nuevo **Reglamento sobre la titulización** que se aplicará a todos los productos de titulización e incluirá las reglas de diligencia debida, retención de riesgos y transparencia, junto con un conjunto claro de criterios para identificar titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas (STS).
2. Una **enmienda a la regulación sobre requisitos de capital** para hacer que el tratamiento de capital de las titulizaciones para bancos y empresas de inversión sea más sensible al riesgo y pueda reflejar adecuadamente las características específicas de las titulizaciones STS.

Estas normas tienen como objetivo restablecer un mercado de titulización seguro en Europa mediante la diferenciación de productos de titulización simples, transparentes y estandarizados de los más opacos y complejos.

## NUEVO REGLAMENTO EUROPEO SOBRE TITULIZACIÓN

28.12.2017

ES

Diario Oficial de la Unión Europea

L 347/35

### REGLAMENTO (UE) 2017/2402 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO

de 12 de diciembre de 2017

por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y en particular su artículo 114,

Vista la propuesta de la Comisión Europea,

Previa transmisión del proyecto de acto legislativo a los Parlamentos nacionales,

Visto el dictamen del Banco Central Europeo <sup>(1)</sup>,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo <sup>(2)</sup>,

De conformidad con el procedimiento legislativo ordinario <sup>(3)</sup>,

Considerando lo siguiente:

- (1) La titulización consiste en operaciones que permiten a un prestamista o un acreedor, que suele ser una entidad de crédito o una sociedad, refinanciar un conjunto de préstamos, exposiciones o derechos de cobro, tales como préstamos garantizados mediante bienes inmuebles residenciales o préstamos para la compra o el arrendamientos de automóviles, préstamos al consumo, tarjetas de crédito o créditos de la cartera comercial, mediante su transformación en valores negociables. El prestamista agrupa y reempaqueta una cartera de préstamos, y los clasifica en diferentes categorías de riesgo para diferentes inversores, dando así a los inversores la posibilidad de invertir en préstamos y otras exposiciones a los que normalmente no tendrían acceso directo. Los rendimientos para los inversores se generan a partir de los flujos de efectivo de los préstamos subyacentes.
- (2) En su comunicación de 26 de noviembre de 2014 sobre un Plan de Inversiones para Europa, la Comisión anunció su intención de reimpulsar mercados de titulización de alta calidad sin repetir los errores que se cometieron antes de la crisis financiera de 2008. El desarrollo de un mercado de titulizaciones simples, transparentes y normalizadas constituye uno de los pilares básicos de la unión de mercados de capitales (UMC) y contribuye al objetivo prioritario de la Comisión de apoyar la creación de puestos de trabajo y volver a un crecimiento sostenible.

## NUEVO MARCO REGULATORIO

- En el marco de medidas adoptadas por la UE para mejorar la eficiencia y el funcionamiento de los mercados de capitales y para el logro de un Sistema Financiero que afrontara los problemas evidenciados por la crisis financiera, **una de las propuestas impulsadas y definida como objetivo prioritario era la de definir un marco normativo sobre la “titulización de activos”**, en tanto instrumento esencial para lograr una mejor y más eficiente financiación de los diversos sectores y agentes económicos.
- En este sentido el Reglamento de la UE pretende definir un marco general de la titulización de activos y, a la vez, **concretar un esquema de titulización “simple, transparente y estandarizada (denominada STS)**, para que cierto tipo de entidades puedan utilizar una especie de **“sello comunitario de calidad”** para llevar a cabo este método de financiación alternativa.

## PRINCIPALES MEDIDAS

- El marco comunitario da cobertura a todo tipo de esquema legal, ya sea **fiduciario** o **societario**, propio de las diversas realidades legales en los países de la Unión.
- Otra de las ideas clave es delimitar el marco de los **actores implicados** en los procesos de titulización con el fin de definir el rol de cada uno.
- Pero el mayor hincapié se efectúa en **materia de información y transparencia** en las estructuras y en los créditos y riesgos que se transmiten al mercado de capitales desde los sponsors o cedentes.
- Otro eje esencial del marco normativo son las reglas provenientes de la normativa de solvencia en materia de “**retención de riesgos**” **por los originadores de activos cedidos**, a efectos de garantizar una prudencia y compromiso en la asunción de riesgo en la cartera del originador, asegurando una mayor implicación en la operación si se mantiene dicha vinculación (“**skin in the game**”).

## ESMA TEMPLATES

[Annex 2: Underlying exposures - residential real estate](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 3: Underlying exposures - commercial real estate](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 4: Underlying exposures - corporate](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 5: Underlying exposures - automobile](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 6: Underlying exposures - consumer](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 7: Underlying exposures - credit cards](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 8: Underlying exposures - leasing](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 9: Underlying exposures - esoteric](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 10: Underlying exposures - add-on non-performing exposures](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 11: Underlying exposures - ABCP](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 12: Investor report - Non-ABCP securitisation](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 13: Investor reports - ABCP securitisation](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 14: Inside information or significant event information - Non-ABCP securitisation](#) <sup>(b)</sup>

[Annex 15: Inside information or significant event information - ABCP securitisation](#) <sup>(b)</sup>

### STS NOTIFICATION TEMPLATES

On 16 July 2018, ESMA published its final report on STS notification (RTS/ITS) <sup>(b)</sup>. For a securitisation to be considered STS, it must fulfil the STS requirements set out in Articles 19 to 22 or Articles 23 to 26 of the Securitisation Regulation. In addition, ESMA needs to be notified of how a securitisation transaction fulfils these STS requirements by using the different STS notification templates (non-ABCP securitisations, ABCP securitisation or ABCP programme) established in the draft technical standards.

Information on how STS notification templates should be submitted to ESMA can be found in the reporting instructions, including the interim STS notification templates.

# ESMA TEMPLATES

TEMPLATE CATEGORY	SECTION	FIELD CODE	FIELD NAME
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	Underlying exposures information section	
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL1	Unique Identifier
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL2	Original Underlying Exposure Identifier
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL3	New Underlying Exposure Identifier
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL4	Original Obligor Identifier
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL5	New Obligor Identifier
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL6	Data Cut-Off Date
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL7	Pool Addition Date
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL8	Date Of Repurchase
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL9	Redemption Date
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL10	Resident
ANNEX 2: RRE	Underlying exposures information section	RREL11	Geographic Region - Obligor

**MUCHAS GRACIAS**

[mariarvc@gmail.com](mailto:mariarvc@gmail.com)