

Novedades en el régimen de la titulización en España

La recientemente aprobada Ley de fomento de la financiación empresarial, entre otras cuestiones, reforma el régimen jurídico de las titulizaciones en España con el objetivo de incrementar la transparencia, calidad y simplicidad de las mismas y aproximar nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas.

1. Introducción

Ayer se publicó en el BOE la Ley de fomento de la financiación empresarial que, excepción hecha de lo dispuesto en el Título I en relación con las mejoras de la financiación bancaria a las PYMES, entra en vigor hoy día 29 de abril de 2015.

La Ley, entre otras materias, lleva a cabo una considerable reforma del régimen jurídico de las titulizaciones en España. Esta publicación aborda de forma sintética los principales cambios que la Ley introduce en esta materia.

Según la reza la propia Exposición de Motivos de la Ley, la reforma del régimen jurídico de las titulizaciones en España se articula en torno a tres ejes. En primer lugar, aborda la dispersión normativa existente en España, operando su refundición (incluyendo la unificación en una única categoría legal de los "fondos de titulación de activos" y los "fondos de titulación hipotecaria"). En segundo término, la nueva Ley pretende aproximar nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas y a tal efecto flexibiliza la operativa de los fondos. Por último, se refuerzan las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor.

2. Definición de los fondos de titulación y creación de compartimentos

El apartado 1 del artículo 15 de la Ley define los fondos de titulación de forma muy similar a como lo hacía el artículo 1 del Real Decreto 926/1998 y enuncia sintéticamente los elementos que integran su activo y su pasivo.

Es precisamente en relación con éste último extremo donde se encuentran algunas de las novedades de la nueva Ley, ya que:

- (i) de un lado, se elimina la obligación de que con carácter general al menos un 50% de la financiación del fondo sea en forma de bonos; y
- (ii) de otro, se permite que cualquier tercero (y no necesariamente entidades de crédito, como venía siendo el caso) pueda conceder préstamos/créditos al fondo.

La Ley prescinde asimismo de la referencia que hacía el Real Decreto 926/1998 a la posibilidad de que el pasivo de los fondos estuviera integrado por "*aportaciones de inversores cualificados*".

Otra de las principales novedades de la Ley prevista en artículo 15.2 de la misma es la posibilidad, cuando así esté prevista en la escritura de constitución, de que el patrimonio de los fondos de titulación (al igual que ya ocurre con el de los FABs) se divida en **compartimentos** independientes, con cargo a los cuales podrán emitirse valores o asumirse obligaciones de diferentes clases y que podrán liquidarse de forma independiente. Los acreedores de un compartimento sólo podrán hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio de dicho compartimento.

3. Activo de los fondos de titulación

El apartado 1 del artículo 16 aborda el activo de los fondos de titulación (distinguiendo entre derechos de crédito presentes y futuros), sin presentar novedades significativas respecto del régimen anterior (si bien se elimina la necesidad de que los activos tengan "*naturaleza homogénea*", en la práctica dicho requisito seguirá siendo de aplicación en tanto los inversores pretendan utilizar los bonos de titulación como garantía en las operaciones de financiación de Eurosistema y, en relación con la transmisión de los derechos de crédito futuros, se exige también que ésta quede probada de forma "*fehaciente*").

Se establece que los fondos de titulización podrán adquirir la titularidad de los activos por cualquier modo, "*bien sea a través de su cesión, su adquisición, su suscripción en mercados primarios o a través de cualquier otro modo admitido en Derecho*".

4. Transmisión de los activos

El artículo 17 de la nueva Ley prescribe los requisitos que debe cumplir la "transmisión" de los activos al fondo de titulización. En esta materia, destaca la eliminación (i) de la obligación de que la cesión de activos sea plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento y (ii) de la prohibición de que el cedente conceda garantía alguna al cesionario o de otra forma asegure el buen fin de la operación. No podemos sino congratularnos por la supresión de la citada restricción, que esperamos redunde en un mayor recurso a la figura de la titulización mediante fondo de titulización español.

Se mantiene la obligación de que el transmitente (y, en su caso, el emisor) disponga en el momento de la constitución del fondo de cuentas auditadas, si bien basta con que cubran los dos últimos ejercicios y se matiza el régimen relativo a la existencia de salvedades en el informe de auditoría. La nueva Ley exonera del cumplimiento del requisito de cuentas auditadas cuando los valores emitidos por el fondo no vayan a ser objeto de negociación en un mercado secundario oficial ni en un sistema multilateral de negociación y vayan dirigidos únicamente a inversores cualificados.

Se conserva el deber del transmitente de informar en todas las memorias anuales acerca de las operaciones de transmisión de derechos de crédito futuros que afecten a los ejercicios respectivos, la cual se extiende asimismo a los derechos de crédito presentes.

5. Pasivo de los fondos de titulización

Junto con las novedades apuntadas en el apartado 2 anterior, se suprime la obligación de que los bonos emitidos por el fondo estén negociados en un mercado secundario, pasando a ser la negociación potestativa. De profundo interés resulta la eliminación del requisito de que los bonos de titulización cuenten con calificación crediticia. Por último, hay que destacar la inclusión de la posibilidad de que los fondos de titulización concedan garantías a favor de otros pasivos emitidos por terceros para dar cabida en nuestro ordenamiento a estructuras de "*covered bonds*" existentes en otros mercados.

6. Fondos de titulización cerrados

La nueva Ley posibilita que la escritura de los fondos de titulización cerrados permita un periodo de "*warehouse*" (esto es, un periodo durante el que se puedan incorporar nuevos activos y pasivos hasta un volumen máximo) de hasta cuatro meses contados desde la constitución del fondo, *sin que por ello el fondo pierda la consideración de cerrado*.

Principales novedades

- Se elimina la obligación de que con carácter general al menos un 50% de la financiación del fondo sea en forma de bonos.
- Se permite que los préstamos/créditos que integran el pasivo del fondo puedan ser concedidos por cualquier tercero.
- Se incluye la posibilidad de que el patrimonio de los fondos se divida en compartimentos independientes.
- Se elimina (i) la obligación de que la cesión de activos sea plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento y (ii) la prohibición de que el cedente conceda garantía alguna al cesionario ni de otra forma asegure el buen fin de la operación.
- Se suprime la obligación de que los bonos emitidos por el fondo estén negociados en un mercado secundario, pasando a ser la negociación potestativa. También se elimina la obligación de que los bonos cuenten con calificación crediticia.
- Se introduce la posibilidad de que los fondos concedan garantías a favor de otros pasivos emitidos por terceros.
- Se incluye la posibilidad de que se realice una "gestión activa" de los fondos.
- Destaca, respecto de su objeto social, la posibilidad de que las sociedades gestoras puedan constituir, administrar y representar fondos y vehículos de propósito especial análogos a los fondos de titulización, constituidos en el extranjero.
- Se incluye la figura de la junta de acreedores

7. Fondos de titulización abiertos

La novedad que introduce la nueva Ley en esta materia es la posibilidad de que se realice una "gestión activa" de los fondos de titulización abiertos. La Ley define "gestión activa" como aquella que, prevista en la escritura de constitución, permite la modificación de los elementos patrimoniales del activo del fondo con el fin de (i) maximizar la rentabilidad, (ii) garantizar la calidad de los activos, (iii) llevar a cabo un tratamiento adecuado del riesgo o (iv) mantener las condiciones establecidas en la escritura de constitución del fondo.

8. Extinción de los fondos

En relación con los supuestos de extinción de los fondos:

- (i) se mantienen con ligeras diferencias de redacción tres de los existentes (amortización íntegra del activo, sustitución forzosa de la sociedad gestora o aquellos otros previstos en la escritura pública según el procedimiento allí descrito);
- (ii) se eliminan dos de los existentes (conurrencia de circunstancias que, a juicio de la sociedad gestora, hagan imposible o de extrema dificultad el mantenimiento del equilibrio financiero del fondo y acaecimiento de un impago indicativo de un desequilibrio grave y permanente); y
- (iii) se añaden dos nuevos:
 - (a) cuando la junta de acreedores decida por mayoría de tres cuartos su extinción; y
 - (b) cuando se hayan pagado por completo todos sus pasivos.

9. Modificación de la escritura pública de constitución del fondo de titulización

El artículo 24 de la nueva Ley regula el régimen de modificación de la escritura pública de constitución de los fondos de titulización con algunas novedades menores respecto del régimen previsto en el artículo 7 de la Ley 19/1992, entre las que destaca la posibilidad de modificar la escritura con la concurrencia del "consentimiento de la junta de acreedores, de conformidad con el procedimiento establecido en la escritura de constitución del fondo".

10. Régimen jurídico de las sociedades gestoras de fondos de titulización

El Capítulo II de la nueva Ley contiene el régimen jurídico de las sociedades gestoras de fondos de titulización.

Entre las novedades destaca, respecto de su objeto social, la posibilidad de que puedan constituir, administrar y representar fondos y vehículos de propósito especial análogos a los fondos de titulización, constituidos en el extranjero, de acuerdo con la normativa que sea de aplicación (artículo 25 de la nueva Ley).

11. Régimen de transparencia y junta de acreedores

El Capítulo III de la nueva Ley (artículos 34 a 37) regula cuestiones relativas al régimen de transparencia (incluyendo la obligación de las sociedades gestoras de publicar en su web determinada información sobre los fondos) así como la novedosa junta de acreedores (análoga al sindicato de obligacionistas).

Hasta ahora no existía en nuestra normativa en materia de titulización una figura semejante, por lo que cualesquiera cuestiones que excepcionalmente se plantearan en relación con un fondo de titulización, las decidía la sociedad gestora atendiendo a su deber de defensa de los intereses de los bonistas y de los restantes acreedores ordinarios del fondo.

La creación de la junta de acreedores es voluntaria y está supeditada a que la correspondiente escritura de constitución del fondo la prevea. Tanto la composición como las facultades y las normas de funcionamiento de la junta de acreedores se recogerán en dicha escritura, diferenciando la participación de las distintas categorías de acreedores. La Ley establece que la junta de acreedores, debidamente convocada, se presume facultada para acordar lo necesario en la mejor defensa de los legítimos intereses de los acreedores del fondo de titulización.

Contacto

Clifford Chance
Paseo de la Castellana, 110
28046 Madrid
T. +34 91 590 75 00



José Manuel Cuenca
Socio
Mercado de Capitales

E. josemanuel.cuenca
@cliffordchance.com



Eduardo García
Socio
Mercado de Capitales

E. eduardo.garcia
@cliffordchance.com



Carlos Pérez Dávila
Senior Associate
Mercado de Capitales

E. carlos.perez
@cliffordchance.com



Jesús Quesada
Senior Associate
Mercado de Capitales

E. jesus.quesada
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110, 28046 Madrid, Spain
© Clifford Chance 2015
Clifford Chance S.L.

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.