

La regulación del «Shadow Banking» y las operaciones de «Titulización» en La Unión Europea. Su desarrollo como elementos esenciales del nuevo marco de regulación y supervisión bancaria. Regulation of «Shadow Banking» and «Securitisation» operations in the European Union. The development as essential elements of the new framework for banking supervision and regulation

BIB 2016\3012

**Jorge, Urbaneja Cillán.** Profesor de Derecho Internacional Público y Derecho de la Unión Europea. Universidad Pontificia de Comillas-ICADE

Publicación:

Revista Aranzadi Unión Europea num.6/2016  
Editorial Aranzadi, S.A.U.

**Resumen**

« El shadow banking y las operaciones de titulización se han convertido en elementos esenciales del negocio bancario actual. En el marco de la respuesta a la crisis financiera, se han desarrollado un amplio catálogo de iniciativas regulatorias destinadas a establecer sistemas adecuados de regulación y supervisión a los riesgos que presentan este tipo de operaciones. Sobre la base de las respuestas del G20 y del Financial Stability Board, la Unión Europea ha desarrollado un conjunto de iniciativas regulatorias en estas materias. »

Abstract: « The shadow banking and securitization operations have become essential elements of the current banking business. As part of the response to the financial crisis, they have developed a wide range of regulatory initiatives aimed at establishing appropriate regulatory and supervisory systems to the risks of such operations. Based on the responses of the G20 and the Financial Stability Board, the European Union has developed a set of regulatory initiatives in these areas. »

**Palabras clave**

Shadow banking, titulización, unión bancaria, regulación prudencial, Banco Central Europeo.

Shadow banking, securitization, banking union, prudential regulation, European Central Bank.

## I. Introducción

El análisis de los principales elementos del negocio bancario se convierte en un punto de partida necesario para el desarrollo de los sistemas de regulación y supervisión. Por ello, es necesario tener presente que la complejidad y la diversidad aparecen como elementos consustanciales a las operaciones bancarias actuales. Por ello, como señala Glesson, «everyone knows that a bank is an institution which takes deposits from the public and lends the monies thus raised, but even the simplest bank is more complex than this. *Bank balance sheets include a range of types of exposures to a range of types of counterparties, and even where these exposures are as simple as fixed rate, fixed term single repayment loans, the interaction of those loans with other parts of the balance sheet may itself give rise to risks* »<sup>1</sup>. El *shadow banking* y las operaciones de titulización se han convertido en actividades esenciales de la actividad bancaria, habiéndose desarrollado un amplio y complejo catálogo de iniciativas legislativas destinadas regular estas materias.

<sup>1</sup> Glesson, S., «Chapter 1: Introduction to banks and banking», en Glesson, S., *International Regulation of banking. Capital and risk*, Ed. Oxford University Press, Oxford, 2012, p. 3. ( *Cursiva propia*).

## II. El «shadow banking» y la «titulización» como elementos esenciales del negocio bancario actual. Su conformación como instrumentos de gestión de riesgos

### 1. Concepto de «shadow banking». Su expansión y riesgos

El concepto de *shadow banking* ( *sistema bancario en la sombra* ) es excesivamente amplio, por ello se hace necesaria una compleja labor de delimitación conceptual como requisito previo para el establecimiento de sistemas eficientes de regulación y supervisión<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Marimón Durá, R., «Delimitación y perspectivas de regulación del sistema bancario en la sombra», en Marimón Durá, R. (Dir.), *La regulación del shadow banking en el contexto de la reforma del mercado financiero*, Ed. Aranzadi, Cizur Menor, 2015, pp. 27 y ss. Como expresamente señala el autor, se plantean problemas específicos con el *shadow banking*, debido a que designa una realidad excesivamente amplia, «difícilmente reconducible a una categorización uniforme, por encontrarse en plena construcción y creciente evolución». Aunque *shadow banking* (o « *sistema bancario en la sombra* ») es el término utilizado mayoritariamente, desde ciertos sectores doctrinales se ha apuntado la conveniencia de acudir a otra terminología para designar a este fenómeno, como consecuencia del carácter negativo que se puede desprender del concepto empleado. Marimón Durá, R., «Delimitación y perspectivas de regulación del sistema bancario en la sombra», *op. cit.*, p. 28.

Durante las últimas décadas, se ha producido un sobresaliente incremento de actividades de intermediación crediticia realizadas por un extenso y complejo número de instituciones que no quedan encuadradas en la categoría de entidad de crédito<sup>3</sup>. Así, de acuerdo con el *Financial Stability Board* (FSB), con este término se hace referencia a un conjunto amplio de entidades y actividades ubicadas fuera del sistema bancario «regular», pero que realizan actividades y funciones propias de los bancos<sup>4</sup>.

3 Claessens, S. yRatnovski, L., «What is Shadow Banking?», *IMF Working Paper, WP/14/25*, Fondo Monetario Internacional, Washington, 2014. (Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1425.pdf> ). Para análisis profundo sobre el concepto de entidad de crédito, aunque todos ellos tomando como punto de partido el elemento funcional, Salvador Arméndariz, M.A., «Del concepto de entidad de crédito en el Derecho español: evolución y perspectivas», enMúñoz Machado, S. yVega Serrano, J.M. (Dir.), *Derecho de la regulación económica, Vol. X. Sistema bancario*, Ed. Iustel, Madrid, 2013, pp. 285-338;Izquierdo Carrasco, M., «La supervisión pública sobre las entidades de crédito» enRebollo Puig, M. (Dir.), *La regulación económica. En especial, la regulación bancaria, Actas del IX Congreso Hispano-Luso de Derecho Administrativo*, Iustel-Universidad de Córdoba, Madrid, 2012, pp. 167 y ss.;Conlledo Lantero, F., «Capítulo 6. El marco de actuación de las entidades de crédito», enCampuzanoA.B.;Conlledo Lantero, F. yPalomo Zurdo, R. J., *Los mercados financieros*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, pp. 233-250.

4 FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 de abril de 2011. (Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf) ).

En términos similares, la profesoraPalá Lagunaseñala que con la expresión sistema bancario en la sombra, se hace referencia a «aquellas actividades de intermediación crediticia en las que participan entidades que permanecen al margen del sector bancario tradicional o, resumidamente, a la actividad de intermediación crediticia de carácter no bancario»<sup>5</sup>. Aunque, por su propia naturaleza, resulta de extrema complejidad ofrecer una definición omnicompreensiva de las actividades del sistema bancario en la sombra<sup>6</sup>; la doctrina es unánime en señalar que éste es un sistema de intermediación financiera, «conducting maturity, liquidity, and credit transformation, without explicit public sector credit guarantees or liquidity access»<sup>7</sup>, con un nivel de regulación muy bajo o inexistente<sup>8</sup>.

5 Palá Laguna, R., «Capítulo 9: Shadow banking», enTejedor Bielsa, J.C. yFernández Torres, I. (Dir.), *La reforma bancaria en la Unión Europea y España. El modelo de regulación surgido de la crisis*, Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2014, p. 382. En este mismo sentido,Sainz de Vicuña, considera que el «shadow banking», que ha sido un agente importante en la crisis, «se compone de aquellas entidades y fondos no sujetos a supervisión prudencial que captan recursos de inversores fuera del circuito de los mercados organizados de capitales y los emplean para la para obtener financiación adicional (apalancamiento o «leverage»), que utilizan en operaciones de inversión, financiación o garantía (#), contra-asegurándose de todo o parte del riesgo asumido por los productos derivados».Saiz de VicuñaYBarroso, A., «La nueva función de macro-supervisión. La Junta Europea para Riesgos Sistémicos», en *XXXI Jornadas de la Abogacía del Estado: La regulación de los mercados II: Ordenación bancaria*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2010, p. 308.

6 Para un análisis detallado del concepto de sistema bancario en la sombra, sus características y sus actividades propias,Schwarcz, S.L., «Regulating Shadow Banking», *Review of Banking & Financial Law*, vol. 31, núm. 2, 2012, pp. 619-642; profundizando en las principales actividades que están incluidas en la categoría de sistema bancario en la sombra,Bakk-Simon, K. et al., «Shadow Banking in the Euro Area. An Overview», *European Central Bank, Occasional Paper Series*, núm. 133, 2012. (Disponible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf> ).

7 Luttrell, D.;Rosenblum, H. YThies, J., «Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned», *Federal Reserve Bank of Dallas, Staff Papers*, núm. 18, 2012. (Disponible en <http://www.dallasfed.org/assets/documents/research/staff/staff1203.pdf> ). En términos similares, otro sector doctrinal ha situado el énfasis en la ausencia de garantías públicas; por lo que consideran que el sistema bancario en la sombra está formado por «financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without access to central bank liquidity or public sector credit guarantees».Pozsar, Z.;Adrian, T.;Ashcraft, A. yBoesky, H., «Shadow Banking», *Federal Reserve Bank of*

New York, *Staff Reports*, núm. 458, 2010 (actualizado 2012). (Disponible en [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr458.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf) ).

8 Gorton G. y Metrick, A., «Regulating the Shadow Banking System», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2010, pp. 269 y ss. (Disponible en [http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall-2010/2010b\\_bpea\\_gorton.pdf](http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall-2010/2010b_bpea_gorton.pdf) ).

En virtud de estas consideraciones, se puede concluir que la actividad defintoria del sistema bancario en la sombra es una transformación de vencimientos, realizada sin los sistemas públicos de garantía propios del sistema bancario<sup>9</sup>. Como se ha señalado anteriormente, los bancos comerciales pueden llevar a cabo una función similar, cuando transforman los depósitos (normalmente a corto plazo) y utilizan estos fondos para comprar activos a más largo plazo. El elemento identificador del sistema bancario en la sombra es la utilización de los fondos a corto plazo, captados en los mercados financieros, para la adquisición de activos a largo plazo; habiendo acudido, fundamentalmente, a operaciones de *titulización* para realizar esta transformación de vencimientos<sup>10</sup>. El aumento del riesgo de este tipo de actividades radica en que estas entidades no quedan sujetas a regulación y supervisión prudencial, no cuentan con los apoyos de los bancos centrales y sus depositantes no están cubiertos por ningún fondo de garantía<sup>11</sup>. En virtud de lo expuesto, puede observarse como la aproximación al conjunto de actividades realizadas por el sistema bancario en la sombra se realiza, habitualmente, en sentido negativo; con el objetivo de fijar diferencias respecto del sistema bancario tradicional, a pesar de que, como se señalará seguidamente, ambos presentan relevantes interconexiones<sup>12</sup>.

9 A pesar de ello y con base a las experiencias recientes, Kane define el sistema bancario en la sombra, «as entities that have persuaded their customers that they will be bailed out if necessary by a government—even though they are not formally protected by government guarantees». Kane, E.J., «The Inevitability of Shadowy Banking», *Financial Markets Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta*, 2012, Atlanta, Georgia. (Disponible en [http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/12fmc/12fmc\\_kane.pdf](http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/12fmc/12fmc_kane.pdf) ).

10 Claessens, S.; Pozsar, Z.; Ratnovski, L. y Singh, M., «Shadow banking: Economics and Policy», *IMF-Staff Discussion Note*, Fondo Monetario Internacional, 2012. (Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf> ).

11 Koddres, L.E., «What is Shadow Banking?», *Finance & Development*, Fondo Monetario Internacional, Washington vol. 50, núm. 2, 2013, pp. 42-43. (Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/pdf/basics.pdf> ). A pesar de estas consideraciones, es necesario tener presente que «cierta actividad bancaria paralela es útil para mantener riesgos fuera del sector bancario y, por ende, evitar efectos negativos en los contribuyentes y un impacto sistémico». (Parágrafo 51 de la *Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito* ).

12 Por ello, aunque el sistema bancario en la sombra desempeña un papel importante en el conjunto del sistema financiera, ofreciendo vías alternativas de financiación; «it can also pose threats to financial stability because unknown sources of risk accumulate in the financial sector and there are potential spill-over effects from the shadow banking sector to the regular banking sector». Geeroms, H.; Ide, S. y Naert, F., «Chapter 10: Towards a Banking Union», en Geeroms, H.; Ide, S. y Naert, F., *The European Union and the Euro. How to Deal with a Currency Built on Dreams*, Ed. Intersentia, Cambridge, 2014, pp. 296 y 297.

De esta forma, durante las últimas décadas y, especialmente, durante los años previos a la crisis, la relevancia del sistema bancario en la sombra creció de forma notable, así como su interconexión con el sistema bancario tradicional, especialmente a través de *titulizaciones* y *re-titulizaciones*<sup>13</sup>. Así, los productos titulizados iban siendo vendidos y comprados en este sistema bancario en la sombra, ocasionando estructuras cada vez más complejas; siendo muy difícil para las partes, incluidos reguladores y supervisores, comprender los riesgos que afectaban al conjunto del sistema<sup>14</sup>. Por ello, como acertadamente concluye Jackson, «the role of Banks in the development of aspects of the shadow banking system should not be underestimated —the banks were intrinsically intertwined in the securitization market»<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> De acuerdo con el FSB, a finales de 2012 los activos del sistema bancario en la sombra a nivel global eran de 53 billones de Euros, representando, la mitad del volumen del sector bancario regulado; destacándose, además, el importante crecimiento de estas actividades en Europa. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 14 de noviembre de 2013. (Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131114.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf)). Tal y como afirma la *Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito*, «La crisis financiera ha demostrado la existencia de vínculos entre el sector bancario y el denominado sector bancario paralelo». (Párrafo 51 de la Exposición de Motivos).

<sup>14</sup> Burns, T., «The shadow banking system as a new source of financial turmoil», en Alexander, K. y Dhumale, R. (ed.), *Research Handbook On International Financial Regulation*, Ed. Edward Elgar, Reino Unido-Estados Unidos, 2012, pp. 34 y 35.

<sup>15</sup> Jackson, P., «Shadow Banking and New Lending Channels – Past and Future», en Ballin, M. y Gnan, E., *50 Years of Money and Finance: Lessons and Challenges*, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières-Ed. Larcier, Viena, 2013, pp. 378.

Los problemas del sistema bancario en la sombra, durante la reciente crisis financiera, tuvieron su origen cuando los inversores desconfiaron de los valores de los activos a largo plazo, fundamentalmente bienes inmuebles, por lo que muchos decidieron retirar sus fondos al mismo tiempo. Para hacer frente a esta situación las entidades tuvieron que vender sus activos, con un valor muy inferior al que tenían previsto, obligando a otras entidades a realizar operaciones similares, aumentando significativamente la incertidumbre<sup>16</sup>. Sin embargo, las dificultades de mayor relevancia vienen por las importantes conexiones del sistema bancario en la sombra con el resto de entidades de crédito; incluso, numerosos bancos en la sombra estaban controlados por bancos comerciales, que habían asumido, a través de este sistema, riesgos que no estaban controlados por los supervisores<sup>17</sup>. Como acertadamente señalan Adriany Song, las interconexiones entre las entidades reguladas y el sistema bancario en la sombra convierten al sistema bancario, en su conjunto, en más inestable<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> Hsu, J. y Moroz, M., «Chapter 3: Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007-2008», en Gregoriou, G.N., (ed.), *Banking Crisis Handbook*, Ed. CRC Press, Reino Unido-Estados Unidos, 2009, pp. 41 y ss.; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, «Chapter III: The financial sector under stress» en *79th BIS Annual Report 2008/09*, Basilea, 28 de junio de 2009, pp. 58 y ss. (Disponible en [http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_es.pdf)).

17 Koddres, L.E, «What is Shadow Banking?», *op. cit.*, p. 43; *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, Financial Services Authority, Londres, 2009. (Disponible en [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf) ).

18 Adrian, T. y Song Shin, H., «The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09», *Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports*, núm. 439, abril, 2010. (Disponible en [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr439.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr439.pdf) ). (Traducción propia).

## 2. Las operaciones de titulización. Su generalización en la actividad bancaria

Uno de los instrumentos utilizados por las entidades de crédito que ha adquirido una mayor relevancia, cuantitativa y cualitativamente, han sido las operaciones de *titulización* (« *securitization* » en su originaria expresión en lengua inglesa<sup>19</sup>). La *titulización* es en uno de los resultados más relevantes de la innovación financiera, convirtiéndose, durante las dos últimas décadas, en una técnica generalizada de gestión de riesgos por parte de las entidades de crédito; pudiendo considerarse como el cambio fundamental del negocio de los bancos comerciales<sup>20</sup>. De acuerdo, con el [Reglamento 575/2013 \(LCEur 2013, 927\) sobre requisitos prudenciales](#), se entiende por *titulización*, «una operación o un mecanismo mediante los cuales el riesgo de crédito asociado a una exposición o conjunto de exposiciones se divide en tramos, y que presenta las dos características siguientes: a) los pagos de la operación o del mecanismo dependen del comportamiento de la exposición o conjunto de exposiciones; b) la subordinación de los tramos determina la distribución de pérdidas durante el período de vigencia de la operación o del mecanismo»<sup>21</sup>.

19 El origen del concepto de « *securitization* », término desconocido también para la lengua inglesa, identifica con suficiente claridad la naturaleza del proceso. Ranieri describe la aparición del término: «it first appeared in a "Heard on the Street" column of the Wall Street Journal Ann Monroe, the reporter responsible for writing the column, called me to discuss the underwriting by Salomon Brother of the first conventional mortgage pass-through security, the landmark Bank of America issue. She asked what I called the process and, for want of a better term, I said securitization. Wall Street Journal editors are sticklers for good English, and when the reporters column reached her editor, he said there was no such word as securitization. He complained that Ms. Monroe was using improper English and needed to find a better term. Late one night, I received another call from Ann Monroe asking for a real word. I said, "But I don't know any other word to describe what we are doing. You'll have to use it". The Wall Street Journal did so in protest, noting that securitization was a term concocted by Wall Street and was not a real word». Ranieri, L.S., «The origins of Securitization, sources of its growth, and its future potential», en Kendall, L.T., y Fishman, M.J., (Ed.), *A primer on Securitization*, Ed. MIT Press, Londres, 2000, p. 31.

20 Pennacchi, G. G., «Loan sales and the cost of bank capital», *The Journal of Finance*, vol. XLIII, núm. 2, 1988, pp. 375 y ss.

21 Art. 4.61) del *Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*. La norma comunitaria también aporta una definición de los sujetos participantes en las operaciones de *titulización*. Se considera «originadora: a una entidad: a) que, por sí misma o a través de entidades relacionadas, haya participado directa o indirectamente en el acuerdo inicial que creó las obligaciones actuales o potenciales de del deudor actual o potencial y que dio lugar a la *titulización* de la exposición; o b) que adquiere las exposiciones de un tercero por cuenta propia y a continuación las utiliza». Se considera «patrocinadora: una entidad diferente de la entidad originadora, que establece y gestiona un programa de pagarés de *titulización* mediante el cual se adquieren excepciones frente a entidades terceras». [Art. 1.13](#) y 1.14 del *Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de*

junio de 2013, sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. A ello hay que añadir la diferenciación entre titulizaciones tradicionales y titulizaciones sintéticas, a la que también se refiere la propia norma comunitaria. La segunda modalidad es una titulización en la que «la transferencia del riesgo se lleva a cabo mediante el recurso a derivados de crédito o garantías y las exposiciones titulizadas siguen siendo exposiciones de la entidad originadora». ( Art. 242.10 y 240.11 del Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión). La aparición de derivados financieros es el elemento clave en este tipo de operaciones de titulización, lo que introduce un importante grado de complejidad en ellas y obliga, en ciertos casos, a un tratamiento prudencial específico. Vid. Losada López, R., *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*, Monografías de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, núm. 14, Madrid, 2006. (Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006\\_14.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006_14.pdf) ).

En términos similares, centrándose en la funcionalidad de este tipo de operaciones, Deacon define la titulización como: «the process of converting cash flows from underlying assets or debts (receivables) due to the originator (i.e. the entity which created the receivables) into a smooth repayment stream, thus enabling the originator to raise asset-backed finance through a loan, or an issue of debt securities—generally known as asset backed securities or ABS—which is limited recourse in nature to the credit of receivables, rather than that of the originator as a whole, and with the finance being self-liquidating in nature»<sup>22</sup>. En definitiva, con carácter general, la titulización es una operación o conjunto de operaciones que tiene como objetivo transformar activos, de escasa o nula liquidez (generalmente derechos de crédito) en valores negociables, «donde los tramos más arriesgados son los que primero soportan las pérdidas en caso de que los créditos que originan todo el proceso sufran impagos»<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Deacon, J., *Global Securitizations and CDOs*, Ed. John Wiley & Sons, West Sussex, 2004, p. 1.

<sup>23</sup> Arenillas Lorente, C., *Clausura de las VII Jornadas de Titulización*, organizadas por Ahorro y Titulización, S.G.F.T., S.A, Granada, 5 de octubre de 2007. (Disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={67f04e8b-80c7-4940-9b47-220b9cf5a8f2}> ). En términos similares, sobre los objetivos de las operaciones de titulización, Carbó-Valverde, S.; Marqués-Ibáñez, D. y Rodríguez-Fernández, F., «Securitization, risk-transferring and financial instability: The case of Spain», *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, núm. 1, 2012, pp. 82 y ss. Desde una perspectiva mayoritariamente jurídica, Payá, considera que se entiende por titulización: «el proceso financiero en virtud del cual el titular de una cartera de derechos de crédito y beneficiario de la financiación, la entidad originadora, acude a los mercados de capitales mediante la interposición de una entidad instrumental que emite valores negociables cuyas obligaciones de pago están únicamente respaldadas por la cartera de derechos de crédito de que la entidad originadora cede a la entidad instrumental, y por los mecanismos de mejora crediticia que la entidad que la entidad instrumental establezca al efecto». Payá Pujado, A., *Régimen legal de la titulización*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2002, pp. 58 y 59.

No obstante, de acuerdo con el criterio del Profesor Lipson, se hace necesario tener presente la complejidad que supone la aproximación al concepto de titulización, debido a su carácter cambiante y evolutivo como consecuencia de la dinámica de los mercados financieros. Sin embargo, como concluye el autor, a pesar de estas dificultades, se hace necesario la delimitación de un concepto legal de titulización, adaptado a la realidad de los mercados financieros, debido a que ello constituye un elemento esencial en el diseño de políticas regulatorias y de supervisión adaptadas a los riesgos que presenta este tipo de actividad<sup>24</sup>.

<sup>24</sup> Lipson, J.C., «Re-defining securitization», *Sothorn California Law Review*, vol. 85, núm. 5, 2012, pp. 1256 y ss. (Disponible en [http://lawreview.usc.edu/wp-content/uploads/slideshow/85SCalLRev\\_Lipson.pdf](http://lawreview.usc.edu/wp-content/uploads/slideshow/85SCalLRev_Lipson.pdf)).

Expuesto en estos términos, la *titulización* ha permitido a las entidades de crédito transformar sus activos ilíquidos (generalmente, préstamos bancarios) en valores negociables. A través de esta técnica, los bancos han venido trasladando parte de sus exposiciones de créditos a los inversionistas, permitiendo reducir los requerimientos regulatorios y asumir riesgos adicionales<sup>25</sup>. En conclusión, no cabe duda de que las operaciones de *titulización* presentan una doble funcionalidad para las entidades de crédito de un lado, suponen una herramienta para la gestión de riesgos; de otro, constituyen una vía para la obtención de financiación<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> Para un análisis detallado sobre el proceso de *titulización*, los sujetos participantes en el mismo y sus efectos, Caterineu, E. y Pérez, D., «la titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial», *Revista Estabilidad Financiera*, núm. 14, 2008, pp. 87-121. (Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/May/Fic/IEF200814-5.pdf>). Aunque las *titulizaciones* pueden realizarse tomando como base cualquier clase de activo, lo más usual es que estas operaciones recaigan sobre préstamos hipotecarios; Trujillo del Valle, J.A., «Titulización de activos: crisis y riesgo sistémico», en Ortega Fernández, R. (Coord.), *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación núm. 42, Madrid, 2011, pp. 175 y ss. (Disponible en <http://www.fef.es/new/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/158-42-mecanismos-de-prevenci%C3%B3n-y-gesti%C3%B3n-de-futuras-crisis-bancarias.html>). Como expresamente señala el autor, «El crédito creció desmesuradamente en el mercado hipotecario, muy vinculado a la titulización, y coadyuvó a la burbuja inmobiliaria, pero no sólo creció en ese sector sino de manera generalizada, propiciando inflación de todo tipo de activos reales y financieros».

<sup>26</sup> Arenillas Lorente, C., *Clausura de las VII Jornadas de Titulización*, op. cit., p. 1; Vazquez Orgaz, J., «La titulización de activos en España», *Derecho Mercantil, Noticias Jurídicas*, 2002; (disponible en <http://noticias.juridicas.com/articulos/50-Derecho-Mercantil/200211-65513261010223290.html>).

Las operaciones de *titulización* cuentan con una indudable vertiente positiva, ya que facilitan la diversificación de los riesgos, evitando su concentración y permitiendo su distribución entre los inversores más preparados y dispuestos a asumirlo. A ello hay que añadir que este tipo de operaciones permiten un estímulo de la actividad crediticia y, por tanto, económica<sup>27</sup>. Sin embargo, las operaciones de *titulización* también se encuentran sujetas a importantes riesgos, que se han situado en el centro de las causas de la crisis financiera iniciada en 2007<sup>28</sup>. Fundamentalmente, los problemas de este tipo de operaciones pueden comprometer la estabilidad financiera cuando aparecen asociados al modelo de banca *originar para distribuir*<sup>29</sup>. La estructura de este modelo es radicalmente diferente al sistema de banca tradicional, ya que en este caso «los bancos son meros intermediarios entre los clientes (generadores de créditos) y los financiadores (que son los demandantes de dicho riesgo)»<sup>30</sup>. Así, las entidades de crédito pasan a ser «meros transformadores del riesgo bancario»<sup>31</sup>, con la finalidad de proceder a la colocación de su riesgo bancario entre inversores finales de todo tipo. Para la mayor parte de la doctrina, las operaciones de *titulización*, unidas al modelo *originar para distribuir*, dieron lugar a operaciones complejas, poco transparentes, promoviendo



una evaluación inadecuada de los riesgos que implicaban; es decir, se generalizaron préstamos de menor calidad crediticia y, por tanto, una gestión inadecuada de los riesgos<sup>32</sup>.

27 Martín-Oliver, A. y Saurina, J., «Why do banks securitize assets?», *Proceedings of the International Forum on Research in Finance*, Finance Innovation, Paris, 2007. (Disponible en <http://www.finance-innovation.org/risk08/files/3433996.pdf>). Como apunta Belaunde, «el problema no está entonces en las titulaciones en sí, ni en el hecho que se origine y luego se distribuya. Que no siempre quiere decir que se siga un modelo de “originar para distribuir”. Ha estado más en el hecho de en un momento dado algunas grandes entidades se pusieron a hacerlo de manera masiva, como una línea de negocio “prioritaria”, efectivamente originando créditos riesgosos que luego vendieron al mercado como poco riesgosos». Belaunde, G., «Reflexiones sobre el Concepto de “Originate to Distribute”», *Periódico Gestión, Blog Riesgos Financieros*, 15 de agosto de 2013. (Disponible en <http://blogs.gestion.pe/riesgosfinancieros/2013/08/reflexiones-sobre-el-concepto.html>).

28 Como señalan Caterineu y Pérez, los riesgos que llevan aparejadas las operaciones de titulación son los siguientes: riesgo de crédito (trasmitido a los inversores), riesgo de dilución, riesgo de prepago (derivado de la amortización anticipada y asumido por los inversores), riesgo de base y de tipo de interés (asumidos por el originador, se refieren a la posibilidad de que plazos y tipo de interés no coincidan con los de los activos emitidos), riesgo de liquidez (lo que conlleva la necesidad el aumento del coste de las nuevas operaciones titulización), riesgos operacionales y legales y riesgos derivados de la falta de transparencia en la información. Como manifiestan los autores, el riesgo de crédito, ya que debido al aumento de los tipos de interés, aumentó exponencialmente el ratio de morosidad en las hipotecas «subprime», dando lugar al impago de algunas de las carteras titulizadas. Caterineu, E. y Pérez, D., «La titulación de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial», *loc. cit.*, p. 105.

29 De una forma gráfica, Alexander se refiere a este modelo como «Originate, Rate and Recolocate», Alexander, K., «Introduction», en *Research Handbook on International Financial Regulation*, Ed. Edward Elgar, Reino Unido-Estados Unidos, 2012, p. 2.

30 Roldán Alegre, J.M., «El papel del «modelo originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007», *Revista Estabilidad Financiera*, núm. 15, 2008, p. 12. (Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/Nov/Fic/IEF200815.pdf>). El autor contrapone estas estructuras frente al modelo tradicional, que denomina «originar para mantener», esto es, «bancos que se financian con depósitos (en parte, con vencimientos de corto plazo) para prestar en el largo plazo a clientes con los que también mantienen relaciones de largo plazo». Los elementos existentes para mitigar los riesgos que implican este modelo están suficientemente consolidados, relación a largo plazo con los clientes, fondos de garantías de depósitos y la función de prestamista de última instancia de los bancos centrales.

31 Roldán Alegre, J.M., «La arquitectura del sistema financiero: lecciones de la crisis», *op. cit.*, pp. 414 y 415.

32 Sobre el papel de las titulaciones y el modelo «originar para distribuir» en la reciente crisis financiera, entre otros, Purnanandam, A., «Originate to distribute model and the subprime mortgage crisis», *Review of Financial Studies*, vol. 24, núm. 6, 2009, pp. 1881-1915; Douglas, W.D. y Raghuram, G.R., «The credit crisis: Conjectures about causes and remedies», *American Economic Review*, vol. núm., 2009, pp. 606-610; Uhde, A. y Michalak, T.C., «Securitization and systematic risk in European banking: Empirical evidence», *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, núm. 12, 2010, pp. 3061-3077; Maddaloni, A. y Peydró, J.L., «Bank risk-taking, securitization, supervision and low interest rates evidence from the Euro Area and the U.S. lending standards», *Banco Central Europeo, Working Papers*, núm. 1248, 2010; (disponible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1248.pdf>). Parte de la doctrina ha establecido una relación directa entre la extensión de la técnica de la titulación y la extensión de las hipotecas subprime, Nadauld, T.D. y Sherlund, S.M., «The impact of securitization on the expansion of subprime credit», *Journal of Financial Economics*, vol. 107, núm. 2, 2013, pp. 464-476.

Para otro sector doctrinal, relativamente minoritario, no queda acreditada una relación directa entre las operaciones de titulización y una incorrecta valoración de los riesgos, Jiangli, W., Pritsker, M. y Paupach, P., «Banking and Securitization», en *Conference on the Interaction of Market and Credit Risk*, 6-7 December 2007, Berlín. (Disponible en [http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Bundesbank/Research\\_Centre/Conferences/2007/2007\\_12\\_06\\_berlin\\_01\\_jiangli\\_pritsker\\_raupach\\_paper.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Bundesbank/Research_Centre/Conferences/2007/2007_12_06_berlin_01_jiangli_pritsker_raupach_paper.pdf?__blob=publicationFile)). A pesar de ello, la experiencia ha demostrado como estas técnicas han contribuido a una asunción excesiva de riesgos y a su mala gestión, por parte de entidades y supervisores, cuyas consecuencias se han acentuado a partir del año 2007. Especialmente interesante resulta el análisis del caso español, en principio ajeno a este modelo, pero, posteriormente, las entidades españolas acudieron a este modelo, ocasionando un deterioro en la calidad de sus activos. Carbó, S., Marqués, D. y Rodríguez, F., «Securitization, Bank Lending and Credit Quality. The Case of Spain», *Banco Central Europeo, Working Papers*, núm. 1329, 2011. (Disponible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1329.pdf>).

De esta forma, la generalización del modelo *originar para distribuir*, unido a un período prolongado de bajos tipos de interés y elevada liquidez en los mercados, dieron lugar un crecimiento exponencial de complejas *titulizaciones* en los años previos a la crisis. De acuerdo con el criterio de Roldán Alegre, el problema de este modelo, que se puso de relieve en los inicios de la crisis financiera, radica en «que existe una separación entre quien selecciona el riesgo del crédito y quién asume las pérdidas cuando éste se materializa»<sup>33</sup>; es decir, existe una desvinculación entre los créditos titulizados y el originador de las mismas. Por ello, como sostiene Purnanandam, este fenómeno ha dado lugar a que determinadas entidades no tuvieran los incentivos suficientes para valorar adecuadamente la capacidad crediticia de sus deudores, debido a que contaban con un mercado al que poder traspasar esos préstamos. Como continúa expresando el autor, el problema apareció en el momento en el que se paralizó el mercado de las *titulizaciones*, lo que lleva a que los préstamos (en muchas ocasiones de elevado riesgo) deban permanecer en los balances de los bancos y éstos comienzan a experimentar un elevado nivel de impagos.

<sup>33</sup> Roldán Alegre, J.M., «El papel del «modelo originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007», *loc. cit.*, p. 13.

### III. La regulación del «shadow banking» en la unión europea.

#### 1. Las iniciativas del «financial stability board»

El elemento central del presente análisis viene determinado por cuáles han sido las sucesivas reacciones que se han producido para adaptar los sistemas de regulación y supervisión a los riesgos propios del sistema bancario en la sombra. En la reunión del G-20, celebrada en Londres, ya se realizaba una referencia indirecta al sistema bancario en la sombra, al señalar la necesidad de «extender la regulación y la vigilancia a todas las instituciones, instrumentos y mercados financieros sistémicamente importantes»<sup>34</sup>. En la Cumbre del G-20, celebrada en Seúl, se acordaba expresamente que el FSB, en cooperación con otros organismos internacionales, iniciara trabajos para el desarrollo de recomendaciones destinadas a fortalecer la regulación y vigilancia sobre el sistema financiero en la sombra<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Declaración Final de la Cumbre del G-20, celebrada en Londres, 2 de abril de 2009. (Disponible en

[https://www.G-20.org/sites/default/files/G-20\\_resources/library/London\\_Declaration.pdf](https://www.G-20.org/sites/default/files/G-20_resources/library/London_Declaration.pdf) ).

<sup>35</sup> Declaración Final de la Cumbre del G-20, celebrada en Seúl, 11 y 12 de noviembre de 2010. (Disponible en [https://www.G-20.org/sites/default/files/G-20\\_resources/library/Seoul\\_Summit\\_Leaders\\_Declaration.pdf](https://www.G-20.org/sites/default/files/G-20_resources/library/Seoul_Summit_Leaders_Declaration.pdf) ).

En desarrollo de las mencionadas indicaciones del G-20, el FSB elaboró el documento « *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation* »<sup>36</sup>, en el que se desarrollan un conjunto de recomendaciones y principios, sobre los que deben articularse la conformación de nuevos instrumentos de regulación y supervisión en esta materia. El FSB toma como punto de partida la necesidad de que las autoridades reguladoras y supervisoras adopten una visión global del sistema financiero, que incluya también el sistema bancario en la sombra y sus riesgos, que deben ser analizados de forma regular y continua. Asimismo, se hace necesario la creación de instrumentos que permitan un intercambio ágil y efectivo de información entre autoridades competentes, siendo éste un elemento esencial para una eficaz supervisión, *micro y macroprudencial*.

<sup>36</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. 27 de octubre de 2011. (Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111027a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf) ).

Además, se señala la conveniencia de que los organismos supervisores cuenten con los instrumentos de flexibilidad adecuados, con el objetivo de adaptar sus funciones a las innovaciones constantes en los mercados financieros. Por último, el FSB hace referencia a uno de los aspectos de mayor importancia en esta materia, como es la necesidad de evitar el *arbitraje regulatorio*. Se debe tener presente que los nuevos requerimientos regulatorios pueden dar lugar al crecimiento de las actividades del sistema bancario en la sombra y la aparición de nuevas formas de actividad bancaria no regulada. Con esta finalidad, se convierten en elementos imprescindibles: una adecuada delimitación del ámbito de aplicación de la regulación prudencial y, sobre todo, medidas destinadas a intensificar la cooperación entre supervisores, tanto entre los supervisores de las diferentes jurisdicciones como de los diferentes sectores del sistema financiero<sup>37</sup>.

<sup>37</sup> El G-20, en la reunión celebrada en Cannes, en 2011, impulsó la creación del conocido como « *Legal Entity Identifier* ». Esta iniciativa, enmarcada en las actuaciones para mejorar la regulación del sistema bancario en la sombra, tiene como objetivo «la creación de un identificador de entidades legales (LEI) que identifique unívocamente las partes de una transacción financiera» (traducción propia). En desarrollo de estas previsiones, el FSB ha creado el « *Legal Entity Identifier* ». Su objetivo esencial es determinar la naturaleza jurídica de las entidades de crédito, clarificándose, de esta forma, la posible aplicación de la regulación prudencial a determinadas entidades. FINANCIAL STABILITY BOARD, *A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets*, 8 de junio de 2012. (Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_120608.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120608.pdf) ). En esta línea, en ejercicio de sus competencias, la ABE también ha desarrollado unos criterios propios destinados a la identificación de la naturaleza de las entidades de crédito. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Recommendation On The Use Of Legal Entity Identifier* (LEI), 29 de enero de 2014. (Disponible en [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/561173/EBA-REC-2014-01+\(Recommendation+on+the+use+of+the+Legal+Entity+Identifier\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/561173/EBA-REC-2014-01+(Recommendation+on+the+use+of+the+Legal+Entity+Identifier).pdf) ).

En línea con las Cumbres anteriores, en la Cumbre del G-20, celebrada en Cannes, se volvía a consagrar la conveniencia de articular un proceso destinado a

«fortalecer la regulación y supervisión del sistema bancario en la sombra»<sup>38</sup>. De acuerdo con el documento del FSB, se señalaba la necesidad de adaptar las estructuras de regulación y supervisión al riesgo sistémico que supone el sistema bancario en la sombra y evitar el arbitraje regulatorio. Con estos objetivos se mencionan las dos líneas esenciales de actuación, que han venido siendo seguidas en las diversas iniciativas regulatorias que se han sucedido en este campo, incluidas las adoptadas en la UE. De un lado, una regulación y supervisión indirecta, a través de la ampliación del ámbito de aplicación de las exigencias regulatorias al sistema bancario en la sombra. De otro lado, una regulación directa de algunas de las actividades del sistema bancario en la sombra, como «los mercados de fondos de dinero, titulizaciones, préstamos de valores y de recompra actividades»<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> Declaración Final de la Cumbre del G-20, celebrada en Cannes, 3 y 4 de noviembre de 2011 (párrafo 30). (Disponible en [https://www.G-20.org/sites/default/files/G-20\\_resources/library/Declaration\\_eng\\_Cannes.pdf](https://www.G-20.org/sites/default/files/G-20_resources/library/Declaration_eng_Cannes.pdf)). (Traducción propia)

<sup>39</sup> *Ibid.* p. 6. (Traducción propia).

## 2. La regulación indirecta

Siguiendo los criterios del FSB que se acaban de mencionar, la Comunicación de la Comisión Europea, *El sistema bancario en la sombra —Hacer frente a nuevas fuentes de riesgo en el sector financiero—*<sup>40</sup>, impulsa, desde una doble perspectiva, reformas regulatorias y supervisoras. Una regulación indirecta del sistema bancario en la sombra, a través de la regulación prudencial, así como una regulación y supervisión directa sobre determinadas operaciones financieras aparecen como los dos elementos necesarios para adaptar la regulación y supervisión europea a la realidad del sistema bancario en la sombra<sup>41</sup>.

<sup>40</sup> Comunicación de la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento Europeo, *El sistema bancario en la sombra —Hacer frente a nuevas fuentes de riesgo en el sector financiero—*, COM(2013) 614 final, Bruselas 4 de septiembre de 2013.

<sup>41</sup> En estos mismos términos, se pronuncia la Resolución del Parlamento Europeo, *Sistema bancario en la sombra*, Estrasburgo, 20 de noviembre de 2012. (Disponible en <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P7-TA-2012-0427+0+D+OC+PDF+V0//ES>). En esta línea, el párrafo 51 de la Exposición de Motivos de la *Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito* consagra que: «cierta actividad bancaria paralela es útil para mantener riesgos fuera del sector bancario y, por ende, evitar efectos negativos en los contribuyentes y un impacto sistémico. No obstante, para lograr la estabilidad del sistema financiero es necesario comprender plenamente las operaciones bancarias paralelas y sus vínculos con entes del sector financiero, y regularlas más estrechamente para aportar transparencia, reducir el riesgo sistémico y eliminar las prácticas inadecuadas. Esto se podría conseguir en parte exigiendo más información a las entidades, pero también es necesaria nueva regulación específica».

Los requerimientos prudenciales de las entidades de crédito constituyen un elemento esencial al regular los riesgos que implica el sistema bancario en la sombra. Así, en primer lugar, se hace necesario una ampliación del ámbito subjetivo de la normativa prudencial, extendiendo su aplicación a todas aquellas entidades

que ejerzan actividades de intermediación crediticia. Como señala la Profesora Lastra, al analizar los fundamentos de la regulación prudencial, «¿por qué los requisitos de capital son impuestos estrictamente a los bancos comerciales (instituciones crediticias o depositarias), cuando el sistema bancario en la sombra se dedica al mismo tipo de actividades riesgosas?»<sup>42</sup>.

<sup>42</sup> Lastra, R.M., «Modelos de regulación financiera en el Derecho comparado: organización de la supervisión por funciones *twin peaks* y organización por sectores supervisados; reunión o separación de funciones en el Banco Central», en Muñoz Machado, S. y Vega Serrano, J.M. (Dir.), *Derecho de la regulación económica, Vol. X. Sistema bancario*, Ed. Iustel, Madrid, 2013, p. 264.

A estos efectos, la Comisión y la ABE, a través de un acto delegado y utilizando las previsiones del artículo 456 del *Reglamento sobre requisitos prudenciales*<sup>43</sup>, deben concretar el concepto de entidad de crédito<sup>44</sup>. Con esta medida se permitirá implementar la aplicación de la normativa prudencial a los diferentes tipos de entidades que ejercen funciones de intermediación crediticia, ampliándose sensiblemente su ámbito de aplicación<sup>45</sup>. Además, se han establecido una serie de normas destinadas a limitar los riesgos de contagio entre el sistema bancario en la sombra y el sistema bancario tradicional. Con este objetivo, se han endurecido los requisitos de capital de las entidades de crédito en relación con sus exposiciones a otras entidades financieras, incluidas las entidades no reguladas<sup>46</sup>.

<sup>43</sup> De acuerdo con el artículo 456 del *Reglamento sobre requisitos prudenciales*, se otorgan poderes a la Comisión europea, para que, a través de actos delegados, proceda a la «clarificación» de diversos conceptos, entre ellos, los del artículo 4, donde se contempla el concepto de entidad de crédito.

<sup>44</sup> Incluso de acuerdo con la Resolución del Parlamento Europeo sobre el sistema bancario en la sombra, es conveniente estudiar la posibilidad de hacer extensivas las disposiciones del *Reglamento sobre requisitos prudenciales* a determinadas entidades que no reciben depósitos y, por tanto, no quedan incluidas en el concepto de entidad de crédito. (Párrafo 24 de la Resolución del Parlamento Europeo, «Sistema bancario en la sombra»).

<sup>45</sup> Como ya se señalaba en el Libro Verde la Comisión Europea, «*El sistema bancario en la sombra*», reconoce que «todo esfuerzo de la regulación bancaria puede llevar a que una parte importante de las actividades bancarias escape de los límites de la banca tradicional hacia la banca en la sombra». COMISIÓN EUROPEA, Libro Verde: «El sistema bancario en la sombra», Bruselas, 19 de marzo de 2012. (Disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_es.pdf)).

<sup>46</sup> Art. 43 del *Reglamento sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*. Sobre los requisitos de capital aplicables al sistema bancario en la sombra, Plantin, G., «Shadow Banking and Bank Capital Regulation», Conferencia dictada en el Seminario *Internal Finance Workshop*, Toulouse School of Economics-Centre For Economic Policy Research, Toulouse, 10 de diciembre de 2012. (Disponible en [http://www.tse-fr.eu/sites/default/files/medias/stories/sem\\_12\\_13/finance/plantin.pdf](http://www.tse-fr.eu/sites/default/files/medias/stories/sem_12_13/finance/plantin.pdf)).

### 3. La regulación directa

Junto a ello, se han impulsado un amplio conjunto de iniciativas que tienen como finalidad aumentar la regulación y supervisión de determinadas actividades y operaciones, propias del sistema bancario en la sombra. Así, este conjunto de iniciativas se han desarrollado sobre la base de los siguientes componentes esenciales: mayor transparencia, un marco reforzado en la regulación de

determinados fondos de inversión, reducción de los riesgos de las operaciones de financiación de valores y, fundamentalmente, una mayor supervisión del sistema bancario en la sombra<sup>47</sup>.

<sup>47</sup> Comunicación de la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento Europeo, «El sistema bancario en la sombra —Hacer frente a nuevas fuentes de riesgo en el sector financiero—», *cit.*, pp. 8 y ss.

En desarrollo de estos principios, se han sucedido diversas modificaciones y propuestas legislativas, que materializan los mencionados principios en la regulación de algunos de los elementos esenciales del sistema financiero. Así, se ha producido la ampliación del ámbito de aplicación objetivo y subjetivo de la *Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID)*<sup>48</sup>. Las nuevas disposiciones extienden las exigencias contenidas en la Directiva a un mayor número de operaciones financieras y sujetos, como las empresas de servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva.

<sup>48</sup> [Directiva 2014/65/UE \(LCEur 2014, 1070\)](#) del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la [Directiva 2002/92/CE \(LCEur 2003, 55\)](#) y la [Directiva 2011/61/UE \(LCEur 2011, 1028\)](#) (refundición) . (DOUE núm. 173, de 12 de junio de 2014).

Uno de los elementos centrales de este conjunto de iniciativas, está constituido por el *Reglamento sobre la notificación de las operaciones de financiación de valores y su transparencia*<sup>49</sup>. Como se ha señalado con anterioridad, ante el conjunto de modificaciones legislativas que se han producido en los últimos años, es posible que los bancos desvíen sus operaciones hacia las actividades menos reguladas, que conforman el sistema bancario en la sombra. Por este motivo, es necesario establecer mayores requisitos de transparencia, en sectores como la financiación de valores, como condición imprescindible para una supervisión efectiva en este ámbito. De acuerdo, con la propuesta de Reglamento, las operaciones de financiación de valores «son todas aquellas operaciones que permiten utilizar activos pertenecientes a la contraparte para generar medios de financiación»<sup>50</sup>. Atendiendo a su relevancia y siguiendo las recomendaciones del G-20, pueden destacarse como ejes centrales de la propuesta: el aumento de la transparencia en las operaciones de financiación de valores y la mejora de su supervisión, atribuyendo importantes competencias a la AEVM en materia de control y registro de estas operaciones.

<sup>49</sup> [Reglamento \(UE\) 2015/2365 \(LCEur 2015, 2230\)](#) del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el [Reglamento \(UE\) núm. 648/2012 \(LCEur 2012, 1028\)](#) . (DOUE núm. 337, de 23 de diciembre de 2015).

<sup>50</sup> Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la notificación de las operaciones de financiación de valores y su transparencia , p. 3.

En virtud de lo expuesto, puede observarse como se han sucedido un amplio conjunto de iniciativas regulatorias, que tienen como principal finalidad limitar los importantes riesgos que son consustanciales al sistema bancario en la sombra. Sin

embargo, la regulación de estas actividades debe articularse en torno a un complejo equilibrio entre sus beneficios, como medios adicionales de financiación de la economía real, y los riesgos sistémicos que pueden llegar a representar<sup>51</sup>. Por ello, el grado de regulación y los instrumentos de supervisión sobre el sistema bancario en la sombra deben tomar como criterio referente su contribución al riesgo sistémico<sup>52</sup>, y, por este motivo, estar enmarcados en los mecanismos de regulación y supervisión de carácter *macroprudencial*<sup>53</sup>. Asimismo, la cooperación internacional se convierte en el otro elemento esencial en esta materia, ya que sólo a través de actuaciones concertadas se puede evitar el arbitraje regulatorio<sup>54</sup>; resultando un elemento esencial reducir las divergencias en las estructuras legales y los instrumentos de supervisión.

<sup>51</sup> Goodhart, C.A.E.; Kashyap, A.K.; Tsomocos, D.P. y Vardoulakis, A.P., «Financial Regulation in General Equilibrium», *Financial Markets Group, Discussion Papers*, núm. 702, London School of Economics and Political Science, Londres, 2012. (Disponible en <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/discussionPapers/fmgdps/dp702AXA9.pdf>). En esta misma línea, la *Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito* considera que para «lograr la estabilidad del sistema financiero es necesario comprender plenamente las operaciones bancarias paralelas y sus vínculos con entes del sector financiero, y regularlas más estrechamente para aportar transparencia, reducir el riesgo sistémico y eliminar las prácticas inadecuadas. Esto se podría conseguir en parte exigiendo más información a las entidades, pero también es necesaria nueva regulación específica». (Parágrafo 51 de la Exposición de Motivos).

<sup>52</sup> Tarullo, D.K., «Shadow Banking and Systemic Risk Regulation», Conferencia dictada en el Seminario *Regulating Shadow Banking*, Americans for Financial Reform and Economic Policy Institute Conference, Washington, D.C., 22 de noviembre de 2013. (Disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20131122a.pdf>).

<sup>53</sup> Luttrell, D., Rosenblum, H. Y Thies, J., «Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned», *loc. cit.*, pp. 7 y ss.

<sup>54</sup> Greene, E.F. y Broomfield, E.L., «Promoting risk mitigation, not migration: a comparative analysis of shadow banking reforms by the FSB, USA and EU», *Capital Markets, Law Journal*, vol. 8, núm. 1, 2013, p. 13.

En línea con las reformas en curso, desde ciertos sectores doctrinales, se ha planteado la posibilidad de ampliar el suministro de liquidez de los bancos centrales a las operaciones del sistema bancario en la sombra<sup>55</sup>. Esta posibilidad puede plantear importantes problemas de riesgo moral<sup>56</sup> y sólo sería una solución óptima una vez que las reformas actuales sean completadas y se disponga de un sistema de supervisión eficiente<sup>57</sup>. Sin embargo, sí se ha consolidado como elemento central del proceso de reforma, la extensión del ámbito de aplicación subjetivo de la regulación prudencial, permitiendo que los requisitos en ella establecidos sean aplicados a las actividades propias del sistema bancario en la sombra.

<sup>55</sup> Sobre las diferentes posibilidades que se plantean para la conformación de sistemas de regulación y supervisión sobre el sistema bancario en la sombra, Goodhart, C.A.E.; Kashyap, A.K.; Tsomocos, D.P. y Vardoulakis, A.P., «Financial Regulation in General Equilibrium», *loc. cit.*, pp. 3 y ss.

<sup>56</sup> Como acertadamente señalan Cuevas Ahuamaday Torres Maldonado, se puede definir el riesgo moral, como «la posibilidad de que una o más instituciones bancarias, en la búsqueda de la

maximización de sus utilidades, realicen prácticas imprudentes en razón de que cuentan con una red de protección y de que sus acciones no son del todo *monitoreables* ». Cuevas Ahuahumada, V.M. y Torres Maldonado, E.J., «El FMI y la nueva arquitectura financiera internacional», *Análisis Económico*, núm. 39, vol. XVIII, 2003, p. 75.

57 Claessens, S. y Ratnovski, L., «What is Shadow Banking?», *loc. cit.*, pp. 4 y ss.

A pesar de ello, como se ha mencionado anteriormente, se considera que el elemento medular de las reformas debe ser el seguimiento e identificación de los riesgos, principalmente de carácter sistémico, que implica el sistema bancario en la sombra. Así, reguladores y supervisores deberán tomar como eje central un elemento objetivo, esto es, las funciones y actividades económicas realizadas; superando las limitaciones de un criterio meramente subjetivo, centrado mayoritariamente en el tipo de entidades<sup>58</sup>. De esta forma, se facilitará el conocimiento de los vínculos entre el sistema bancario en la sombra y las entidades reguladas y se reducirán las posibilidades de arbitraje regulatorio. A ello hay que añadir que los organismos supervisores deben contar con los instrumentos de flexibilidad adecuados, con la finalidad de adaptar sus funciones a la naturaleza cambiante de las actividades del sistema bancario en la sombra<sup>59</sup>.

58 Boot, A.W.A. y Thakor, A.V., «Commercial Banking and Shadow Banking: The Accelerating Integration of Banks and Markets and its Implications for Regulation», en Berger, A.N.; Molyneux, P. y Wilson, J.O.S. (ed.), *Oxford Handbook of Banking*, 2.ª ed., Ed. Oxford University Press, Oxford, 2013, pp. 65 y ss.; Schwarcz, S.L., «Regulating Shadow Banking», *loc. cit.*, pp. 638 y ss.

59 Tarullo, D.K., «Regulating Shadow Banking», Conferencia dictada en el Seminario *Challenges in Global Finance: The Role of Asia*, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California, 12 de junio de 2012. (Disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20120612a.pdf>).

#### IV. Los nuevos requerimientos regulatorios de las operaciones de titulización

La crisis financiera puso de manifiesto como las operaciones de *titulización*, unidas al modelo *originar para distribuir*, habían conducido a graves errores en la gestión de riesgos por parte de las entidades y, en especial, por parte de los supervisores<sup>60</sup>. Estas circunstancias se manifestaron de forma especialmente intensa con la crisis e intervención del banco británico «*Northern Rock*»<sup>61</sup>, que era la entidad que había estructurado su negocio de una forma especialmente intensa sobre las operaciones de *titulización*<sup>62</sup>. Así, la crisis del banco británico no estuvo determinada, fundamentalmente, por bajos niveles de solvencia, sino porque su modelo de negocio dependía casi exclusivamente del rápido acceso a la liquidez a través de los mercados de *titulización*<sup>63</sup>.

60 Shleifer sitúa a los riesgos de las *titulizaciones* en el origen inmediato de la crisis financiera, ya que los participantes en el mercado, así como los reguladores, no entendían los riesgos inherentes a los bonos de *titulización* de activos y otros nuevos tipos de valores. Shleifer, A., «Comments and Discussion» a Gorton G. y Metrick, A., «Regulating the Shadow Banking System», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2010, pp. 298 y ss.

61 Como acertadamente señala Song Shin, «the Northern Rock case raises a number of important policy issues, not least how banking regulation should be formulated in the age of securitization and complex capital markets». Song Shin, H., «Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global



Financial Crisis», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, núm. 1, 2009, pp. 103. En este mismo sentido, Ingram, K., «If securitization is dead, why do so many government schemes use it?», *Capital Markets Law Journal*, vol. 4, núm. 4, pp. 462-476.

62 «Northern Rock, Lessons of the fall», *The Economist*, 18 de octubre de 2007. (Disponible en <http://www.economist.com/node/9988865>).

63 *Basilea III y los retos de la banca*, Informe del Centro del Sector Financiero - Pricewaterhouse e IE Business School. (Disponible en [http://www.ie.edu/IE/pdf/Informe\\_Basilea.pdf](http://www.ie.edu/IE/pdf/Informe_Basilea.pdf)).

Así, el elemento central para la presente investigación consiste en la posición que reguladores y supervisores asumieron ante la realidad descrita. De esta forma, las operaciones de *titulización* y su mayor complejidad, en el marco del modelo *originar para distribuir*, no eran desconocidos por reguladores y supervisores. Sin embargo, éstos no tuvieron la capacidad suficiente para adaptar las medidas prudenciales a la nueva realidad del sistema financiero; además de no ser capaces de prever u obviar las consecuencias de una crisis que afectara por primera vez a este modelo<sup>64</sup>.

64 Martín Martín, R.M., «La titulización en Europa durante la crisis», *Comisión Nacional del Mercado de Valores, Documentos de trabajo*, núm. 49, 2011, pp. 19 y ss. (Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT49\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT49_web.pdf)). En este mismo sentido, para un análisis de la crisis de Northern Rock y las reacciones a la misma, Bruni, F. y Lewellin, D.T. (ed.), *The Failure of Northern Rock: a multi-dimensional case study*, The European Money and Finance Forum, Viena, 2009; Ondo Ndong, S., y Scialom, L., «Northern Rock: The Anatomy of a Crisis-The Prudential Lessons», en Bliss, R.R. y Kaufman G.G., *Financial Institutions and Markets. 2007-2008, The Year of The Crisis*, Ed. Palgrave Macmillan, Londres, 2009, pp. 51-73; Hall, M.J.B., «The sub-prime crisis, the credit squeeze and Northern Rock: the lessons to be learned», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 16, núm. 1, 2008, pp. 19-34. Es de especial relevancia el análisis institucional, destaca el Informe titulado «*The Run on the Rock*», realizado por la Treasury Committee, en el que se pone el énfasis en el modelo de negocio de la entidad y en la ausencia de instrumentos de supervisión que advirtieran de los riesgos asumidos por la entidad. TREASURY COMMITTEE, HOUSE OF COMMONS, *The Run on the Rock*, Fifth Report of Session 2007-08, 2008. (Disponible en <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200708/cmselect/cmtreasy/56/56i.pdf>).

La regulación, progresivamente, ha ido incorporando un tratamiento prudencial propio para las *titulizaciones*, fundamentalmente destinado a garantizar que el riesgo asumido por las entidades en este tipo de operaciones quede cubierto por las cantidades adecuadas de recursos propios. Ya en el *Plan de Acción para la Implementación de los Principios de la Reforma*, aprobado junto a la Declaración Final de la Cumbre del G-20, celebrada en Washington en 2009, se menciona expresamente la necesidad de mejorar la regulación de las *titulizaciones*. Así, entre los elementos que deben centrar la actuación de las autoridades reguladoras aparece «la emisión estándares internacionales que deben fijar requerimientos de capital reforzados para las actividades de créditos estructurados y *titulización* de los bancos»<sup>65</sup>.

65 *Plan de Acción para la Implementación de los Principios de la Reforma*, anexo a la Declaración Final de la Cumbre del G-20, celebrada en Washington en 2009, cit. p. 2.

Ciertamente, el Acuerdo de Basilea de 1988<sup>66</sup> no presentaba una regulación adecuada de las operaciones de *titulización*, ya que no había previsto disposiciones específicas para este tipo de actividades y, por tanto, no se contemplaban

requerimientos específicos para los riesgos de las *titulizaciones*<sup>67</sup>. Sin embargo, Basilea II<sup>68</sup> y, sobre todo su modificación a través del acuerdo conocido como Basilea II.5<sup>69</sup>, así como su incorporación al Derecho de la UE<sup>70</sup> mejoraron significativamente el tratamiento prudencial de las *titulizaciones*.

<sup>66</sup> *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 1988. (Disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>).

<sup>67</sup> Caterineu, E. y Pérez, D., «La titulación de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial», *loc. cit.*, p. 108.

<sup>68</sup> *Convergencia Internacional de medidas y normas de capital. Marco revisado*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2004. (Disponible en español en <http://www.bis.org/publ/bcbs107esp.pdf>).

<sup>69</sup> *Revisions to the Basel II market risk framework*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2010. (Disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs193.pdf>).

<sup>70</sup> [Directiva 2006/49/CE \(LCEur 2006, 1496\)](#) del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición), (DOUE de 30 de junio de 2006) y [Directiva 2010/76/UE \(LCEur 2010, 1742\)](#) del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican las [Directivas 2006/48/CE \(LCEur 2006, 1495\)](#) y [2006/49/CE \(RCL 1978, 2836\)](#) en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración. (DOUE de 14 de diciembre de 2010). Ambas Directivas incorporan al Derecho comunitario el acuerdo de Basilea II y sus posteriores modificaciones, estando centrando la segunda de las dos en las cuestiones relativas al gobierno corporativo y al tratamiento prudencial de las operaciones de *titulación*.

Con esta finalidad, el nuevo marco regulatorio impuso condiciones más gravosas, en términos de recursos propios, para las operaciones de *titulación* y, especialmente, para las *retitulizaciones*<sup>71</sup>. Así, se establecieron un conjunto de requisitos para las actividades de *titulación*, que en caso de ser incumplidos determinaban que las *titulizaciones* no fueran reconocidas a efectos de solvencia y, por tanto, «se debían seguir computando requerimientos de recursos propios por los activos titulizados como si éstos no lo hubieran sido»<sup>72</sup>. Además, se obliga a aplicar a las actividades de *titulación* contenidas en la cartera de negociación, los mismos requisitos de capital que a las posiciones contenidas en la cartera de inversión, que están sometidas a requerimientos de capital adicionales. A ello hay que añadir que las *retitulizaciones*, quedan sometidas a unos rangos de ponderación de riesgos superiores que las *titulizaciones* tradicionales<sup>73</sup>. En definitiva, este nuevo marco de regulación prudencial avanzó significativamente en una doble dirección; reconociendo un tratamiento específico a las operaciones de *titulación*, de otro lado, fijando unos requisitos de capital adicionales y acordes con los riesgos asumidos por las entidades con estas operaciones<sup>74</sup>.

<sup>71</sup> Pancorbo de Rato, A., «Basilea II: las nuevas normas internacionales de solvencia», *Información Comercial Española-Revista de economía*, núm. 801, 2002, pp. 46 y ss. (Disponible en [http://www.revistasice.info/cache/pdf/ICE\\_801\\_35-50\\_99DA3C1D54358A40D8904EAF9753D2E1.pdf](http://www.revistasice.info/cache/pdf/ICE_801_35-50_99DA3C1D54358A40D8904EAF9753D2E1.pdf)).

<sup>72</sup> Caterineu, E. y Pérez, D., «La titulación de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación

prudencial», *loc. cit.*, pp. 108 y 109.

73 Coronado Vaca, M., «Basilea II: un nuevo marco regulatorio de los riesgos bancarios: novedades en torno al riesgo de crédito» *ICADE, Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 56, 2002, pp. 115 y ss.

74 A la regulación prudencial contenida en los Basilea III y en el *Reglamento sobre los requisitos prudenciales*, debe añadirse el Informe elaborado por el IOSCO, a petición del G-20, *Global Developments in Securitisation Regulation*. En este Informe, el IOSCO toma como punto de partida como la *titulización* es una herramienta adecuada que facilita la adecuada gestión del riesgo y el crecimiento económico. El Informe se centra en los siguientes elementos esenciales que deben contemplar la regulación de las actividades de *titulización*: la necesidad de que el vendedor retenga en su balance parte del riesgo, con el objetivo de que existan incentivos para una adecuada gestión del riesgo, aunque posteriormente el activo sea titulado; mayor transparencia en las operaciones de *titulización*, con el objetivo de que se pueda tener acceso sobre la estructura del productor y los riesgos que implica; desincentivar el recurso masivo a las *titulizaciones* a través de la regulación prudencial, en especial, requisitos de solvencia y liquidez; medidas para mejorar la coordinación internacional y evitar el arbitraje regulatorio. IOSCO, *Final Report- Developments in Securitization Regulation*, 16 de noviembre de 2012. (Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>).

Los acuerdos de Basilea III y su implementación en el Derecho de la UE, a través del *Reglamento sobre los requisitos prudenciales*, refuerzan el tratamiento prudencial de las actividades de *titulización*. Así, se incluyen nuevos requerimientos para este tipo de operaciones, fundamentalmente para las más complejas, además de establecer una serie de límites que dificultan la consideración de los resultados de las *titulizaciones* como recursos propios. Además, se pretende que las entidades reduzcan su excesiva dependencia de las calificaciones crediticias externas, eliminando este criterio como determinante en la conformación de los recursos propios. En respuesta a las deficiencias detectadas durante la crisis financiera, las reformas de la regulación prudencial han intentado reducir la relevancia de las operaciones de *titulización*, especialmente de aquellas más complejas. Además, de los elementos que se han señalado anteriormente, se introducen limitaciones de las actividades de *titulización* en relación con los nuevos requerimientos prudenciales, esto es, las ratios de liquidez y la ratio de apalancamiento. En definitiva, como señalalbáñez Sandoval, con estas medidas «se busca reflejar mejor los riesgos inherentes a estos productos dado su mayor exposición al riesgo sistémico y su complejidad»<sup>75</sup>.

75 Ibáñez Sándobal, J.P., «Los nuevos requisitos regulatorios de Basilea: contenido, justificación económica e impacto sobre el negocio bancario», en Pérez, J. y Díez, J.C. (Coord.), *El Sistema Bancario tras la Gran Recesión*, Colección Mediterráneo Económico, núm. 19, Almería, 2011, p. 167. (Disponible en <http://www.publicacionescajamar.es/pdf/publicaciones-periodicas/mediterraneo-economico/19/mediterraneo-economico-19.pdf>). Además, como continúa afirmando el autor, se exige a los bancos que «realicen análisis más rigurosos de sus posiciones de *titulización* con calificación crediticia externa con el fin de que reduzcan la excesiva confianza en dichas calificaciones».

La regulación europea toma como punto de partida la necesidad de que los fondos propios de las entidades no resulten afectados por las operaciones de *titulización*; excluyéndose de los fondos propios cualquier incremento patrimonial neto que se derive de activos titulizados<sup>76</sup>. En esta misma línea, se pretende asegurar que las *titulizaciones* no comprometan la calidad del capital regulatorio, en especial, del capital de máxima calidad. Por ello, el Reglamento contempla la

posibilidad que las entidades pueden elegir entre la aplicación de una ponderación de riesgo del 1,250%, o bien una deducción del capital ordinario de nivel 1, independientemente si las *titulizaciones* afectan a la cartera de negociación o de inversión de la entidad<sup>77</sup>.

<sup>76</sup> [Art. 32](#) del *Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*.

<sup>77</sup> [Art. 36.1.k\)](#) del *Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*.

Por primera vez la normativa prudencial ha introducido exigencias en materia de liquidez, a través de una doble vía, una ratio de cobertura de liquidez y una ratio de financiación estable neta. En el primer caso, se exige que las entidades dispongan de un *colchón de liquidez* para afrontar desequilibrios entre las entradas y salidas de liquidez, en graves condiciones de tensión financiera, durante un período de treinta días. En este caso, a falta de un desarrollo normativo posterior, además de obligar a los vehículos especializados en *titulizaciones* a cumplir este requerimiento; los activos procedentes de *titulizaciones* no computarán automáticamente como activos con el suficiente grado de liquidez para el cumplimiento de este requisito<sup>78</sup>. La ratio de financiación estable neta es un requerimiento a largo plazo, que obliga a las entidades a contar con una variedad de instrumentos de financiación estable, tanto en situaciones normales como de tensión, evitando que la inversión a largo plazo se financie con pasivos a corto plazo. Nuevamente, los activos procedentes de *titulizaciones* no son considerados como fuente de financiación estable<sup>79</sup>.

<sup>78</sup> [Art. 411](#) del *Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*.

<sup>79</sup> [Art. 416.2](#) del *Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*.

Por último, en cuanto a la ratio de apalancamiento, ésta supone un requerimiento de capital en relación con la exposición total de la entidad, no vinculada al riesgo y complementaria a los requisitos ponderados por riesgo. Todos los activos procedentes de *titulizaciones* formarán parte de la exposición total de la entidad y, por tanto, deberán tenerse en cuenta para la conformación de la ratio de apalancamiento<sup>80</sup>.

<sup>80</sup> [Art. 429.4](#) del *Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*.

Además, a estos requerimientos, hay que añadir el tratamiento específico de los riesgos de *titulación* que introduce la *Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial*. Así, según la Directiva, se establecerán medidas destinadas a supervisar que el riesgo de las operaciones de *titulación* quede reflejado en el balance de las entidades originadoras<sup>81</sup>. El objetivo principal de esta medida es garantizar que exista una adecuada gestión de riesgos por parte de las entidades de crédito, no permitiendo que éstas puedan asumir riesgos excesivos en la medida en que éstos serán posteriormente titulizados. Si la

entidad retiene en su balance parte de los riesgos de las operaciones, se incentiva su interés por llevar a cabo una adecuada gestión de riesgos.

<sup>81</sup> [Art. 82](#) de la *Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial*. En esta línea, el *Reglamento sobre requisitos prudenciales* obliga a que las entidades originadoras mantengan en su balance un interés económico neto del crédito titulizado, que, en cualquier caso, no podrá ser inferior al 5%. [Art. 405.1](#) del *Reglamento sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión*.

En definitiva, como puede observarse, la normativa prudencial ha conformado una amplia y compleja gama de instrumentos aplicables a las operaciones de *titulización*, con la finalidad de corregir algunos de las deficiencias que se han puesto de manifiesto durante la crisis. De esta forma, se pretende desincentivar el recurso masivo a este tipo de operaciones, sobre todo aquellas *titulizaciones* especialmente complejas, o bien garantizar que las entidades de crédito cuenten con los recursos propios suficientes para hacer frente a los riesgos de estas operaciones. No obstante, es necesario tener presente que «el mercado de *titulizaciones* bien diseñado puede ser de gran utilidad para movilizar la oferta de crédito»<sup>82</sup>. Como apuntan Farkasy Moor, la *titulización* puede contribuir a desarrollar, en la Unión Europea, un sistema bancario en condiciones de financiar la economía real; pero si se utiliza de forma inadecuada puede causar dificultades masivas y duraderas en el conjunto del sistema financiero<sup>83</sup>.

<sup>82</sup> Martín Fernández, M., «Crisis financiera y regulación prudencial», en *XXXI Jornadas de la Abogacía del Estado: La regulación de los mercados II: Ordenación bancaria*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2010, p. 435.

<sup>83</sup> Farkas, A. y Moor, C., «Repairing the EU Banking System and the Role of Securitization», *The Journal of Structured Finance*, vol. 20, núm. 4, 2015, pp. 88 y ss.

Por ello, aunque los avances regulatorios deben ser valorados positivamente, puesto que la normativa prudencial se ha adaptado a los importantes riesgos que presentan estas actividades; la regulación actual puede dificultar, cuando no impedir, un ágil funcionamiento del sector financiero<sup>84</sup>. Como ha puesto de manifiesto un Informe elaborado, conjuntamente, por el BCE y por el Banco de Inglaterra<sup>85</sup> se ha detectado la necesidad de reactivar el mercado de *titulizaciones*. En aplicación de ello, recientemente, el Consejo de Gobierno del BCE, en reunión celebrada el 4 de septiembre de 2014, acordó la compra de activos titulizados, «simples y transparentes» tanto del sector público como del sector privado<sup>86</sup>. En este mismo sentido, la ABE, a petición de la Comisión Europea, se ha manifestado favorablemente al desarrollo de un mercado de *titulizaciones* de alta calidad («*high quality securitization*, *HQS*»)<sup>87</sup>. Ciertamente, una regulación y, sobre todo, una supervisión, en la que se impongan mayores controles en las fases de crecimiento excesivo del crédito, mitigando el carácter *procíclico* de este tipo de operaciones, parecen elementos sobre los que se debe desarrollar la regulación prudencial en esta materia<sup>88</sup>.

<sup>84</sup> Por ello, como acertadamente señala Ingram, «The credit crisis may be reviewed retrospectively as a time when the direction of securitization was changed but it will not be viewed as the time when it

died». Ingram, K., «If securitization is dead, why do so many government schemes use it?», *loc. cit.*, p. 475.

85 El BCE y el Banco de Inglaterra consideran necesario una actuación normativa destinada a impulsar el mercado de *titulizaciones*, eliminando la incertidumbre que existe sobre este tipo de operaciones. De esta forma, se estima necesario reactivar las *titulizaciones* de «alta calidad», esto es, *titulizaciones* simples, transparentes y con activos suficientes identificados y con rendimiento predecible. En definitiva, como concluye el Informe, «the «high-quality» segment of the securitisation market should aim to be more resistant to market stress, thereby providing banks with a resilient form of funding». EUROPEAN CENTRAL BANK y BANK OF ENGLAND, *The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them*, 27 de marzo de 2014. (Disponible en [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe\\_impaired\\_eu\\_securitisation\\_market\\_en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market_en.pdf)). En esta misma línea, el Comité de Basilea ha abierto un período de revisión del marco de las *titulizaciones*, en el que fundamentalmente se pretende concretar los diferentes sistemas de para la medición del riesgos de las *titulizaciones* y cuáles serán las funciones de las calificaciones externas. Craske, M. y Wagner, J., «Cadwalader discusses Revisions to the Securitisation Framework: Second Consultative Document published by the Basel Committee», *The CLS Blue Sky Blog-Columbia Law's School Blog on Corporations and The Capital Markets*, 10 de marzo de 2014. (Disponible en <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/03/10/cadwalader-discusses-revisions-to-the-securitisation-framework-second-consultative-document-published-by-the-basel-committee/>). El segundo documento de consulta pública sobre el proceso de revisión del marco de las *titulizaciones*, puede consultarse en <http://www.bis.org/publ/bcbs269.pdf>.

86 Conferencia de prensa de M. Draghi, Presidente del BCE, tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE, celebrada el 4 de septiembre de 2014. (Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html>). Como añade el Presidente Draghi, la adopción de esta medida refleja la importancia de las operaciones de titulación en «la facilitación de nuevos flujos de crédito a la economía». Vid. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Monthly Bulletin*, Septiembre, 2014, pp. 5 y ss. (Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201409en.pdf>).

87 AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA, *Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations. Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to the merits of and the potential ways of, promoting a safe and stable securitisation market*, EBA/DP/2014/02, 14 de octubre de 2014. (Disponible en <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/846157/EBA-DP-2014-02+Discussion+Paper+on+simple+standard+and+transparent+securitisations.pdf>).

88 Cerasi, V. y Rochet, J.C., «Rethinking the regulatory treatment of securitization», *Journal of Financial Stability*, vol. 10, 2014, p. 28; Farkas, A. y Moor, C., «Repairing the EU Banking System and the Role of Securitization», *loc. cit.*, pp. 90 y ss. Desde algún sector minoritario de la doctrina, se ha propuesto el establecimiento de un tributo sobre las titulaciones como una forma de gestionar los riesgos de este tipo de operaciones. Vid. Chemla, G. y Hennesy, C., «Privately Optimal Securitization and Publicly Suboptimal Risk Sharing», *London Financial Regulation Seminars*, London School of Economics and Political Science, Financial Markets Group, Londres, 24 de enero de 2011. (Disponible en [http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR6G\\_Chemla.pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR6G_Chemla.pdf)).

## V. Conclusiones

El sistema bancario, en ejercicio de sus funciones básicas de captación de fondos y concesión de créditos, ha adquirido una sobresaliente relevancia dentro del conjunto del sistema financiero. Sin embargo, en las últimas décadas, las entidades de crédito vienen desarrollando actividades sumamente diversas y con un elevado nivel de complejidad, que aumentan los riesgos consustanciales al ejercicio de la actividad crediticia. De esta forma, la realidad del sistema bancario actual está

marcada por los conocidos como bancos universales, esto es, aquellas entidades que junto a las funciones crediticias desarrollan actividades de inversión de diversa naturaleza.

Asimismo, durante las dos últimas décadas, como consecuencia del proceso de innovación financiera, han aparecido complejas técnicas que han modificado el modelo de negocio bancario. En este sentido, las operaciones de *titulización*, como instrumento de gestión y transmisión de riesgos, y el *sistema bancario en la sombra*, como actividades de intermediación crediticia ejercidas por entidades formalmente no bancarias, aparecen como una realidad consustancial al sistema bancario actual.

Aunque estas operaciones pueden permitir la apertura de nuevos cauces de financiación para la economía real, también representan nuevos riesgos, que deben ser gestionados por las propias entidades y a los que deben adaptarse reguladores y supervisores. De esta forma, el establecimiento de reglas que limiten las actividades no crediticias que pueden realizar las entidades de crédito para disponer de apoyo público en situaciones de crisis aparece como una tendencia en la ordenación de la actividad bancaria. La normativa adoptada a raíz de la crisis financiera parece orientar la actividad bancaria hacia operaciones menos complejas, estableciendo requerimientos regulatorios más exigentes para las operaciones que pueden implicar un mayor nivel de riesgo.

---