

Titulización De Activos

Oportunidades De La Titulización
Ante La Nueva Economía

Francisco Joaquín Corrés García

Francisca Jesús García Moreno

Diego Sotelo Escobedo





TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

OPORTUNIDADES DE LA TITULIZACIÓN ANTE LA NUEVA ECONOMÍA

FRANCISCO JOAQUÍN CORTÉS GARCÍA
FRANCISCA JESÚS GARCÍA MORENO
DIEGO SOLER ESCOBOSA



AUTORES:

FRANCISCO JOAQUÍN CORTÉS GARCÍA
FRANCISCA JESÚS GARCÍA MORENO
DIEGO SOLER ESCOBOSA

EDITA:

CAJA RURAL DE ALMERÍA
<http://www.larural.es>

DISEÑO Y MAQUETACIÓN:

INSTITUTO DE ESTUDIOS DE CAJA RURAL DE ALMERIA
<http://www.instituto.larural.es>
E-mail: instituto@larural.es

I.S.B.N.: 84 - 95531 - 00 - 3

DEPÓSITO LEGAL: AL - 158 - 2000

IMPRIME: ESCOBAR IMPRESORES, S.L. - EL EJIDO (ALMERÍA)

INDICE

1. LA TITULIZACIÓN Y LA NUEVA ECONOMÍA	13
1.1. La titulización de activos: conceptualización	15
2. LOS AGENTES FINANCIEROS IMPLICADOS	25
2.1. Cedente del crédito	26
2.2. Cesionarios del crédito	28
2.3. Inversores de los valores negociables emitidos	29
2.4. Otros participantes	30
3. LOS ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE TITULIZACIÓN	33
3.1. Evolución	33
3.2. Modalidades de titulización	35
3.3. Requisitos que deben reunir los activos titulizables	38
3.4. Principales tipos de activos titulizables	40
3.4.1. Préstamos hipotecarios	40
3.4.2. Préstamos para adquisición de vehículos	45
3.4.3. Cuentas a cobrar de tarjetas de crédito	46
3.4.4. Arrendamiento financiero	49
3.4.5. Cesión de facturación empresarial	49
3.4.6. Otros activos susceptibles de titulización	50
3.4.7. Collateralized Mortgage Obligations (CMO)	50
3.5. Experiencias de titulización no hipotecaria fuera de España	51
4. EL FONDO DE TITULIZACIÓN	55
4.1. Naturaleza	56
4.2. Funciones del Fondo de Titulización	57
4.3. Sujetos y agentes que interactúan con los fondos de titulización	58
4.4. La nueva economía y el fondo de titulización	60
5. LA IMPORTANCIA DEL RATING O CALIFICACIÓN CREDITICIA.	
EL RIESGO EN EL PROCESO DE TITULIZACIÓN	61
5.1. La calificación crediticia o rating	61
5.2. Nomenclatura básica de la calificación	61
5.3. El papel de las agencias de rating en el proceso de titulización	63
5.3.1. Análisis del due diligence	64
5.3.2. Análisis del riesgo de crédito y flujos de caja esperados	66
5.4. Análisis jurídico-fiscal	68
5.5. Seguimiento	69

6. LA MEJORA CREDITICIA	71
6.1. Pregarantías	73
6.2. Garantías de diseño	73
6.3. Garantías operativas	75
7. LA TITULIZACIÓN Y LOS MERCADOS FINANCIEROS	77
7.1. Evolución global de la titulización en los mercados financieros	78
7.2. Evolución de la titulización en los mercados financieros nacionales	80
7.3. Notas sobre los Mercados de renta fija en 1999	81
7.4. Consecuencias de la expansión sobre el Sistema Financiero	81
7.5. Consecuencias para el Sistema Financiero Español	83
7.6. Riesgos para el Sistema Financiero	83
7.7. Conclusión	84
8. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS	87
8.1. Principales limitaciones al aumento del capital social de las entidades financieras	87
8.2. Una alternativa de financiación: la titulización de activos	89
8.3. Objetivos de la titulización de activos	93
9. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA	101
9.1. El marco legal	101
9.2. La titulización hipotecaria	102
9.2.1. Funciones de los FTH	103
9.3. La moratoria nuclear	104
9.3.1. Regulación del derecho de crédito compensador	104
9.4. La Titulización no hipotecaria	105
9.5. La Titulización en la financiación empresarial	106
9.6. La Fiscalidad de la Titulización	108
9.6.1. Fiscalidad del Cedente	108
9.6.2. Fiscalidad de los FTA	109
9.6.3. El inversor Persona Jurídica	110
9.6.4 El inversor Persona física	110
9.6.5 Inversor no residente	111
10. A MODO DE CONCLUSIÓN	113
BIBLIOGRAFÍA	115
ANEXO. Bonos de titulización emitidos en España	117

PRÓLOGO

La titulización de activos representa un paso lógico en la dinámica moderna de los mercados de capitales, facilitando a las empresas un acceso más directo y eficiente a los recursos financieros. Más concretamente, permite una mayor flexibilidad en la gestión y un aligeramiento de los balances, como apuntan los autores de este libro en las páginas que siguen. Se trata, en definitiva, de una aportación de la ingeniería financiera para contribuir al desarrollo de la economía real.

Por eso, a quienes dedicamos nuestro tiempo y esfuerzo a modernizar y hacer mas competitivos los mercados de deuda privada nos resulta muy estimulante la publicación de trabajos de investigación que ayuden a este proceso; que además sea el Instituto de Estudios de la Caja Rural de Almería el que patrocine esta publicación, me supone como almeriense una satisfacción adicional.

La titulización de activos está experimentando en nuestro país un desarrollo que no por reciente deja de ser más que notable. AIAF Mercado de Renta Fija es precisamente el ámbito en el que se está produciendo este desarrollo.

A mediados de marzo de 2000, el total emitido mediante sistemas de titulización ascendía a una cifra próxima a los 23 millones de euros (3,83 billones de pesetas), situando a España como uno de los países en los que más intensamente se ha hecho uso de esta técnica financiera. En este ejercicio, además de la titulización hipotecaria y de otros activos instrumentados tanto en bonos como en pagarés, se ha iniciado la titulización de préstamos a PYMES con la utilización del aval del Estado, lo que representa un importante avance en la facilitación de financiación a las pequeñas y medianas empresas que constituyen la base de nuestra economía.

Igualmente las Cajas Rurales se han incorporado a este proceso con la constitución de Rural Hipotecario I, Fondo de Titulización Hipotecaria respaldado por préstamos de las Cajas Rurales de Almería, Málaga, Navarra y Valencia, que el pasado mes de febrero emitieron bonos de titulización por importe de 200 millones de euros.

En definitiva, el procedimiento de titulización de activos mantiene en la actualidad un fuerte dinamismo, y aún quedan por explotar segmentos importantes de nuestra economía como son las infraestructuras y las inversiones de las administraciones públicas.

Los autores de este magnífico trabajo de investigación no han olvidado referirse a la "nueva economía" y a la rapidez con que las empresas deben adaptarse en estos momentos a los cambios tecnológicos. Un fenómeno que obliga a un replanteamiento de la estrategia inversora para destinar los recursos financieros a aquellas actividades y aquellas necesidades que mejor contribuyan a la eficiencia y productividad de las empresas.

En este marco, la titulización en sus distintas vertientes es ya una herramienta de gran capacidad para hacer más cómodo el acceso a los recursos financieros y permitir, por tanto, a las empresas concentrarse en sus negocios y en los avances tecnológicos que les permitirán alcanzar el éxito.

Francisco de Oña Navarro
Presidente de AIAF Mercado de Renta Fija



1. LA TITULIZACIÓN Y LA NUEVA ECONOMÍA

En los últimos años estamos asistiendo a eventos económicos y financieros sin precedentes en las economías más desarrolladas. Se están cuestionando las teorías acerca de los ciclos monetario-financieros y se están sustituyendo por las nuevas teorías basadas en el ciclo real de los negocios, asociadas a la denominada *nueva economía*. Además se está redefiniendo un nuevo concepto de la creación de valor empresarial y produciendo una recomposición factorial de los procesos productivos que afecta favorablemente a la productividad. En medio de este confuso entorno doctrinal y económico, donde muchas de las explicaciones son aventuradas y escasamente contrastadas empíricamente por la falta de datos estructurales y de perspectiva histórica, sí parece estar tomando cuerpo una suerte de revolución tecnológica que impregna a las economías, a los mercados y, sobre todo, a las finanzas. Dicha revolución, generada por la denominada economía digital y basada en el concepto de conectividad, que supera en transitividad de los flujos de capital a la economía financiera y, sobre todo, a la economía real, está permitiendo a la economía norteamericana, la más desarrollada del mundo tecnológicamente, estar creciendo a unas tasas insólitas en un entorno monetario estable y sometido a un eficiente control inflacionario. La tecnología de la información en Estados Unidos está permitiendo un incremento de la productividad sin que se produzcan tensiones en los precios vía negociación salarial. Además, la implantación del nuevo modelo económico/empresarial necesariamente conlleva un proceso desamortizador sin precedentes, a través del cual los mercados van a movilizar los recursos de los activos empresariales permitiendo a las empresas dotarse de una mayor flexibilidad en su gestión con unos balances más ligeros y acomodados a la nueva situación productiva. Por esta vía, creemos que los procesos titulizadores que han emprendido las economías más desarrolladas van a desempeñar un importante papel en el tránsito de la economía



convencional a la economía digital, obviamente agudizado por el incremento de la competencia y de la innovación tecnológico-financiera. El sustentador último del desimplane de los procesos productivos convencionales, en términos de financiación, necesariamente han de ser los mercados y no las entidades crediticias que, asimismo, se ven inducidas a reestructurar sus balances e introducir líneas tecnológicas innovadoras y modificar su tradicional cadena del valor, que se ha visto sensiblemente alterada por el proceso de desintermediación financiera que se ha agudizado en los últimos años de la década de los noventa.

Del mismo modo, España se haya inmerso en dichos procesos y en un entorno macroeconómico que propicia las interrelaciones de las economías, la internacionalización de las empresas y la globalización de las decisiones y estrategias macro, meso y microeconómicas de los países, que implican relaciones económicas postricardianas, desarrollando y llevando a sus últimas consecuencias la teoría de la intraindustria, la cual explica las relaciones de intercambio no especializadas entre los países desarrollados. La desamortización empresarial que preconizamos va a permitir una mejor especialización de las empresas en la búsqueda de una mayor eficiencia productiva y, necesariamente, este proceso va a precisar de nuevas estructuras de financiación acordes con los requerimientos de las empresas y que, presumiblemente, el sector financiero ha de trasladar a los mercados vía procesos de titulización.

En este sentido pretendemos destacar, a lo largo de esta publicación, el importante papel que van a tener los procesos de titulización y el subsiguiente desarrollo de los mercados en las economías más desarrolladas. Dichos procesos, a nuestro juicio, no se van a ver reducidos al mero ámbito de las entidades financieras, que van a ver modificado su papel intermediador y, por consiguiente, su cadena del valor, sino que afectarán a las decisiones y estrategias de las empresas no financieras necesitadas de fuentes de financiación avanzadas e innovadoras para acometer los cambios necesarios en los modelos productivos y para acometer los procesos de innovación tecnológica.



1.1. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONCEPTUALIZACIÓN

La titulización es, en primera instancia, un instrumento de financiación con el que cuentan los agentes económicos y financieros en las economías más desarrolladas. Consiste, sumariamente, en la cesión de créditos, cuentas a cobrar o cualquier tipo de activo, presente o futuro, generador de flujos de caja que sean de algún modo estimables o numerables. La cesión de estos derechos la realiza la entidad que precisa de financiación (entidad originadora) a un vehículo o instrumento de titulización (Special Purpose Vehicle o SPV) y se instrumentaliza a través de títulos (titulización) valores negociables. En definitiva, se trata de una operación multiobjetivo con la que se consigue la movilización de activos presentes y futuros, inmovilizados patrimonialmente o no materializados en el presente. Entre las funciones que puede desempeñar, que dan a la operación ese carácter multiobjetivo, podemos destacar las que siguen:

Objetivos de financiación

- la estricta función de financiación de la entidad originadora, generando un flujo tesorero complejo;
- optimización de la estructura financiera del originador en la medida en que la titulización se convierte en una fuente de financiación por el activo, es decir, por la estructura económica de la entidad;
- la consecuente generación de liquidez, propia de la movilización de recursos activados;
- el equilibrio contable/operativo de sociedades sobreinvertidas o en expansión;
- gestión de plazos y vencimientos, en la medida en que proporciona a las entidades de financiación un instrumento para dotar de una mayor eficiencia la transformación de vencimientos.
- &c.



Objetivos de rentabilidad

- la reducción del encaje legal preceptivo para las entidades crediticias que operan en el negocio típico;
- la liberación de capital regulatorio mejorando los ratios de rentabilidad y dotando de una mayor eficiencia a la estructura financiera de la entidad;
- la búsqueda de beneficio en la medida en que la titulización puede considerarse *per se* como una oportunidad de negocio y, por consiguiente, de diferenciales;
- la eliminación de costes de oportunidad o precios sombra, en que incurrir la inmovilización de los recursos ante la propia dinámica de los mercados;
- maximización de la remuneración al accionista;
- la mejora de los ratios de rentabilidad del capital y creación de valor para el accionista.
- &c.

Objetivos de gestión del riesgo

- la aminoración del riesgo de falencia crediticia, por la propia salida del balance del riesgo del portafolio titulado y por el incremento de la disciplina y del rigor en la concesión de los créditos titulizables;
- la diversificación del riesgo en la medida en que éste se diluye entre los inversores finales (traspaso de los riesgos de liquidez, crédito, cambio y amortización extemporánea del saldo titulado);
- la gestión de *rating* de la entidad.
- &c.

Objetivos de negocio

- el acceso a nuevos inversores;
- crecimiento empresarial sin incremento de recursos propios en una



clara etapa desamortizadora que establece canónicamente la *nueva economía*;

- gestión de tipos y precios: la titulización facilita el establecimiento de la política de precios de las entidades;
- mejora de la transparencia en tipos y precios financieros: se trata de poner en contacto partidas patrimoniales de las empresas con los mercados de capitales;
- rotación de activos debido a la desmovilización contable, que permite, en el ínterin, mejorar el inventario tesorero;
- la ampliación y búsqueda de nuevas líneas de negocio en un entorno productivo cada vez más competitivo;
- la titulización es claramente un instrumento estratégico de profundo calado con el que deben contar las entidades;
- &c.

Como objetivos sistémicos, dentro asimismo de su carácter multiobjetivo, cabrían destacar los siguientes sin ánimo de exhaustividad:

- fenómeno anticíclico por la dilución, control y medida del riesgo;
- incremento del rigor y de la homogeneidad en la concensión de créditos, pues pueden ser susceptibles de titulización en el futuro;
- financiación de sectores capitales que requieren de una importante inversión (construcción/inmobiliario, autopistas...);
- instrumento útil para contrarrestar los efectos perversos de los cambios de hábitos del consumidor financiero;
- favorece la implantación de la denominada *nueva economía* y su efecto desamortizador;
- produce una mejor asignación de los recursos económico/financieros por su voluntad de mercado y de negociabilidad;
- sistema imprescindible para suministrar recursos al sistema bancario/



crediticio en un momento de intensa competencia;

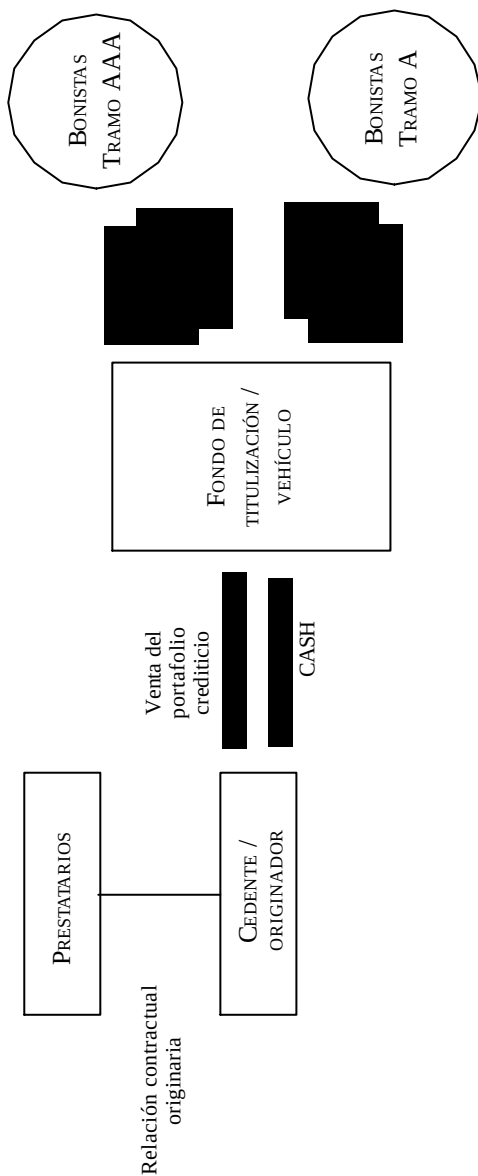
- nueva fórmula de intermediación (para las entidades financieras) y nueva fórmula de desintermediación (para las entidades no financieras);
- incremento de la diversificación de la captación de recursos propios (Tier1, Tier 2, emisiones *senior* y emisiones subordinadas);
- permite aliviar los problemas de *credit crunch*;
- búsqueda de la eficiencia asignativa de los recursos financieros y optimización de la gradación de las prioridades concursales en materia de gestión de los fondos propios (tramos *senior* y subordinado).

Tradicionalmente, los métodos más usuales para movilizar y hacer líquidas las cuentas a cobrar a clientes han sido la gestión de cobro a vencimiento, el descuento comercial convencional y el *factoring*, con o sin recurso. La titulización, por su parte, viene a constituirse en un instrumento inédito de financiación que ha aparecido ligado al proceso de desintermediación e innovación financieras, consistiendo básicamente en la transformación de flujos económico-monetarios originales en flujos financieros derivados, dejando al mercado final de inversores la labor de aportar financiación al sistema. El efecto más importante, que se produce a través del *pool* cedido de créditos vigentes, es la puesta en contacto del mercado crediticio, de por sí no excesivamente transparente, con los mercados de capitales.

Asimismo, la titulización es un instrumento tanto de gestión de balance y de los recursos propios de las entidades como de financiación en sentido estricto. En cuanto fenómeno financiero innovador de profundo calado, está asociado a los conceptos de eficiencia asignativa de los recursos, de negociabilidad, de institucionalización del ahorro y de transparencia ligada a los mercados. Generalmente comporta una serie de ventajas para la gestión de las compañías, sobre todo para las entidades financieras sobreinvertidas que encuentran limitaciones para expandir su negocio. La titulización les permite liberar capital regulatorio y encaje legal, movilizar recursos de su activo para afrontar nuevas inversiones minimizando el coste de oportunidad y, obviamente, diluir y gestionar de forma más eficiente el riesgo y los recursos.



ESQUEMA TESORERO DE LA TITULIZACIÓN BANCARIA





El fenómeno de la titulización, en cuanto fenómeno financiero de reciente generación, sobre todo en nuestro país, precisa de una serie de requisitos esenciales para su maduración y crecimiento, que si bien algunos de ellos no son de naturaleza causal, históricamente han propiciado el desarrollo y maduración de este fenómeno financiero sin parangón o han estado presentes con una sospechosa coincidencia. Entre ellos podemos reseñar los siguientes:

- la maduración de los mercados de capitales y de los mercados secundarios de deuda privada;
- necesidad de la existencia de mercados amplios, transparentes, líquidos y profundos;
- marco claro de estabilidad económica (U.E.M.), control inflacionario y tipos de interés estructuralmente bajos;
- control del déficit público con objeto de aligerar las carteras institucionales de deuda pública (menor apelación al ahorro por parte del sector público);
- altas cotas de competencia financiera;
- sustitución de la mentalidad rentista y cortoplacista por parte del inversor medio español;
- necesidad de eliminar los problemas de financiación de la economía real y productiva como consecuencia de la desdepositación del ahorro y su consecuente institucionalización;
- necesidad de crear el denominado nuevo papel para la diversificación de los productos financieros y la mayor eficiencia de los mercados de capitales;
- una mayor cultura financiera de los inversores y de las propias compañías;
- una mayor profesionalización y formación del sector financiero;
- desarrollo de los departamentos de tesorería de las compañías;
- el desarrollo de la institucionalización del ahorro y de la desintermediación financiera;



- un profundo arraigo de la cultura del control y medición de los riesgos;
- incremento de la competencia financiera exterior;
- un sistema financiero desarrollado y transparente;
- el sector privado debe estar preparado para tomar el relevo del sector público en el capítulo financiero;
- maduración financiera con ciertos efectos de burbuja o inflación de activos;
- el desarrollo de fuentes de financiación novedosas e innovadoras;
- precios no competitivos para la financiación fuera de balance;
- necesidades de liquidez del sistema;
- un organismo supervisor transparente y prestigioso (C.N.M.V);
- &c.

Si bien la titulización de activos ha estado asociada al proceso de desintermediación financiera en el que estamos inmersos en la actualidad, sobre todo en el ámbito de las entidades crediticias, con el consiguiente desarrollo y maduración de los mercados, no podemos identificarla con dicho proceso en todos sus extremos. Más concretamente, la titulización efectuada por las empresas no financieras supone ciertamente un proceso desintermediador incuestionable. Sin embargo, la titulización que efectúan las entidades crediticias no puede denominarse, *stricto sensu*, desintermediación por el propio papel transformador de activos, plazos y vencimientos que comporta la operación titulizadora; sin contar, claro está, el papel mejorador/asegurador (mejora crediticia) que juegan las entidades financieras en el flujo tesorero que define el proceso de titulización crediticia. La entidad financiera, en definitiva, puede seguir actuando proactivamente en la etapa posterior a la venta del portafolio al fondo de titulización, sobre todo asegurando el éxito de los procesos titulizadores iniciados mediante el asesoramiento en la operación y, como ya hemos mencionado, la mejora crediticia y el aseguramiento. En este sentido, las entidades tendrán que desarrollar el papel de intermediarios titulizadores de las pequeñas compañías que por no disponer de la suficiente masa crítica, no pueden acudir



directamente a los mercados, que, por definición, son los espacios económicos más eficientes y transparentes. En una primera fase, que puede ser equivalente a la actual, la titulización debe ser originada por las entidades de financiación, por su clara vocación por la innovación y la ejemplarización financieras. En una segunda fase, el resto de entidades deben implantar procesos titulizadores para hacer más eficientes sus estructuras pasivas. Entre las razones por las que consideramos que deben ser las entidades financieras las que catalicen y generalicen el proceso de titulización podemos destacar, sin ánimo de ser exhaustivos, las que siguen:

- experiencia secular en la intermediación financiera por parte de dichas entidades;
- por cuestiones de oportunidad e interés;
- por el nuevo entorno competitivo y productivo en que se hallan tras la fuerte liberalización del sector y la entrada de la banca foránea;
- por la búsqueda de nuevas oportunidades de negocio;
- por la diversificación de su actividad típica;
- por la apuesta tecnológica de la que son tributarias;
- por sus necesidades de regulación y gestión de los recursos propios y del encaje legal;
- por la necesidad de aliviar los balances en una etapa claramente desamortizadora de la economía;
- porque deben acometer su nuevo papel intermediador en una sociedad más compleja, con un importante papel de la economía financiera sobre la economía real;
- porque deben ser las entidades que faciliten la internacionalización de las empresas productivas;
- &c.

El objetivo que debe dirigir la actuación de las entidades financieras es la búsqueda de un equilibrio sostenido y dinámico entre la titulización de



activos y la institucionalización del ahorro (que se abastecerá de bonos de titulización) con objeto de evitar la clara ineficiencia en la que ha incurrido el sistema financiero español en los últimos años. V. gr.: por una parte, los fondos de inversión requerían títulos carterizables para la mejor gestión de sus portafolios y que no encontraban en el mercado doméstico, teniendo que recurrir a los mercados internacionales para conseguir una composición óptima; por otra, las entidades financieras sobreinvertidas tenían que recurrir en el ínterin a la financiación foránea por estar sufriendo el mercado los problemas originados por la desintermediación bancaria. El resultado es, como resulta obvio, una clara ineficiencia claramente perversa.

En la actualidad, nos encontramos en una situación inmejorable para el desarrollo y maduración de los procesos titulizadores que las propias autoridades deben fomentar incorporando elementos supervisores sin generar problemas de calado intervencionista. La oportunidad pasa necesariamente por el desarrollo consciente y proactivo de los mercados de deuda privada, por la accesión de los fondos de dinero a los bonos de titulización, por la mejora de la fiscalidad de los bonistas y por la propia innovación financiera que conlleva la liberalización del sector y la especialización de las entidades. De forma muy sumaria, podemos enumerar los condicionantes que van a remover los obstáculos existentes para el desarrollo de los procesos titulizadores:

- existencia de una legislación favorable y flexible;
- persistencia del fenómeno desintermediador bancario a través del cuál las entidades financieras habrán de buscar alternativas plausibles a su negocio típico;
- aumento de la actividad crediticia por la pervivencia del ciclo económico expansivo y por la *nueva economía*;
- progresiva disminución de activos tradicionales (deuda pública...);
- creación de canales para titular;
- coordinación proactiva de los diversos intervinientes (proveedores de calidad crediticia -*credit enhancement*-, reguladores -C.N.M.V.-, los mercados secundarios...);



- desarrollo de instrumentos de tecnología de cobertura, de segregación de activos (*strips*), &c;
- Europa tiene que seguir el camino emprendido por Estados Unidos en materia de titulización;
- generalización de la concepción de que en los procesos titulizadores el coste financiero no es decisivo frente a otras fuentes de financiación tradicionales; es preciso valorar otros aspectos no menos importantes (coste de oportunidad, movilización de recursos para la expansión del negocio, necesidades tesoreras...);
- concepción de la titulización como un claro elemento estratégico.

En lo sucesivo vamos a analizar, con cierto detenimiento, los procesos de titulización en su conjunto, si bien, por cuestiones de oportunidad, nos centraremos prioritariamente y afectando de forma intencionada al enfoque en la titulización de las entidades financieras.



2. LOS AGENTES FINANCIEROS IMPLICADOS

En los procesos titulizadores intervienen numerosos agentes, correspondiendo la actividad principal del proceso a tres sobre los que centraremos el análisis aquí realizado e intentando que la exposición sea sintética con objeto de esbozar una idea general de los participantes en estos procesos.

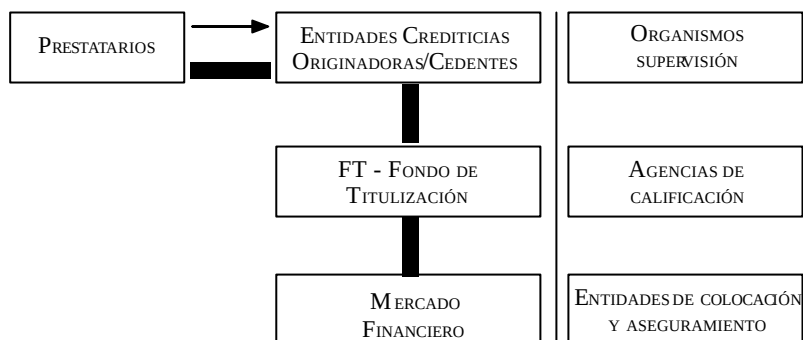
Por tanto, la catalogación de los agentes principales se corresponde con el grado de importancia de su actuación dentro del proceso y son el cedente del crédito, básicamente la entidad financiera, el cesionario del crédito o vehículo de la emisión y los inversores de los valores negociables emitidos, o por decirlo de una manera simple, los consumidores de estos productos financieros.

En cuanto a otros participantes, que podríamos decir que son necesarios pero no principales, contemplamos aquellos que realizan actividades de supervisión, calificación o mejora de la inversión y otros que prestan servicios complementarios y que su misión depende del país de referencia: son el director o *manager* de la emisión, el agente pagador y la entidad depositaria.

Un diagrama sintético de los procesos titulizadores se muestra a continuación como apoyo al desarrollo de este punto.



PROCESOS TITULIZADORES



2.1. CEDENTE DEL CRÉDITO

Un enfoque sintético define al cedente como el vendedor del crédito o créditos originales, es decir, el acreedor originario. La figura del cedente debe identificarse en el caso español con el *originado* y, por extensión, con la entidad financiera.

Es por tanto el *propietario* de los créditos que básicamente necesita movilizar con anterioridad al vencimiento. Estamos ante el objetivo fundamental y originador de la titulización: lograr la liquidez necesaria para seguir generando negocio; esto se logra mediante la incorporación al proceso productivo de las entidades cedentes de recursos que se encontraban inmovilizados en sus balances a un coste menor que el de otros mecanismos de actualización de créditos.

Nace entonces de la titulización la posibilidad de repetir "n" veces el proceso sobre la inversión crediticia nueva generada por el negocio. Este proceso, al que denominamos de recurrencia de la titulización, hace de ésta la llave de futuro de las entidades financieras y de sus procesos básicos de negocio, dado que permite una generación casi ilimitada del mismo sustentada en su propia base, no dependiendo en exclusiva de la generación del



pasivo bancario para desarrollar su actividad comercial y permitiendo compensar el mayor coste de los procesos de titulización frente al del pasivo tradicional con el menor esfuerzo que han de realizar las propias entidades para el logro de la materia prima que, transformada, se convierte en la principal fuente de ingresos, la inversión crediticia tradicional.

Estamos pues ante un enfoque de futuro de los procesos titulizadores, un enfoque que prescinde de lo puramente coyuntural para ofrecernos un elemento incremental, secuencial y dinámico de la constante del negocio crediticio.

La propia naturaleza del proceso nos permite definir el modelo de cesión como aquél que se ajusta a los fines de la titulización, es decir, aquél que se realiza sin posibilidad de recurso contra el cedente, sin necesidad de comunicar la transmisión al deudor y sin que la cesión pueda ser invalidada por los acreedores del cedente.

El enfoque de la función originadora e inversora varía en función del grado de especialización del mercado o área de influencia económica. Así, en el mercado norteamericano, de un alto grado de especialización, existe una separación entre ambas funciones, pero en mercados menos especializados como el español, francés o italiano esta separación no ha tenido lugar, de manera que la entidad originadora sigue siendo la que cede, que es la propietaria de los títulos afectos al proceso y que, por tanto, asume la iniciativa del mismo, ya que los efectos de la titulización le repercuten de manera esencial.

Una última idea sobre el cedente es que éste no tiene por qué ser único, pueden existir emisiones con varios cedentes y fondos de titulización, pero este hecho es fundamental en colocaciones transnacionales y con volúmenes especialmente importantes por lo que son, en extensión, muy complejos.



2.2. CESIONARIOS DEL CRÉDITO

Un enfoque sintético define a los cesionarios como los compradores del crédito que emitirán valores negociables garantizados por el propio crédito convertido en colateral del proceso de titulización: por tanto, compran los títulos a las entidades originadoras o cedentes, teniendo estrecha relación, entre otros, con las agencias de calificación o *rating* que se encargan de calificar la emisión, y con los servicios externos de auditoría, asesoría y publicidad.

Las propias exigencias del proceso demandan un vehículo jurídico (fondo de titulización) cuyo patrimonio, constituido por los activos titulizados, quede totalmente separado del activo de la entidad cedente, impidiendo la comunicación entre ambos y quedando aislado el patrimonio del fondo de titulización de las posibles acciones y reclamaciones de los acreedores de aquélla. El fondo de titulización adopta una estructura simple y transparente que lo aísla de la entidad financiera y que evita su sujeción a la normativa y requisitos impuestos a los intermediarios. Este aislamiento permite que se definan y delimiten los riesgos que se derivan exclusivamente de la cartera de operaciones crediticias, pudiendo poseer una calificación crediticia mejor que la del conjunto de inversiones de la entidad originadora, e incluso aumentarla mediante técnicas de cobertura.

La aportación de recursos propios también distingue a los fondos de titulización ya que tiende a ser marginal; de tal manera que los adquirentes de los valores emitidos son contemplados como acreedores preferentes y no como propietarios del fondo; por tanto, los desfases de tesorería son cubiertos imprescindiblemente con endeudamiento. Además, es esencial conseguir la máxima neutralidad fiscal en todo el proceso de traspaso de los activos y emisión del pasivo.

El modelo francés y español consiste en la creación de un fondo carente de personalidad jurídica, por una sociedad gestora en el caso español y un depositario, para el caso francés, y con un valor patrimonial nulo.

Resulta preciso reafirmar la importancia que tiene el concepto de valor



patrimonial nulo, que hace que los fondos de titulización se asemejen, en definitiva, a las instituciones de inversión colectiva, en concreto a los fondos de inversión; si bien aquéllos poseen mayor flexibilidad para emitir valores negociables. Se configuran básicamente como patrimonios esencialmente cerrados, es decir, las operaciones crediticias que forman su activo quedan definidas desde la constitución del fondo de titulización por lo que su sustitución o alteración supone una modificación de sus documentos fundacionales.

2.3. INVERSORES DE LOS VALORES NEGOCIABLES EMITIDOS

Siguiendo con el objetivo de síntesis en la exposición de los agentes participantes en los procesos titulizadores, estos inversores finales son las personas, empresas o instituciones que adquieren los valores negociables emitidos. Estamos, por tanto, ante los agentes finales de los procesos titulizadores, y son la evidencia de la existencia de un mercado maduro que demanda activos financieros y papel de titulización.

Ese mercado precisa de una herramienta comparativa que ayude a parametrizar las decisiones inversoras; hablamos del *rating*, que es para el inversor el valor que mide la calidad de su inversión, siendo exigido para toda emisión en los mercados financieros desarrollados y que tiene una dimensión abierta e independiente de la nacionalidad u origen del proceso. Simplifica, por tanto, el análisis que el inversor ha de realizar ante una financiación relativamente compleja y, por supuesto, ofrece una evaluación profesional, externa e independiente del riesgo, facilitando la comparación con el resto de las emisiones competidoras en los mercados de capitales.

En última instancia, los adquirentes finales se benefician de valores nuevos y *seguros* dado que están previamente calificados y pueden por tanto invertir sus excedentes financieros con ciertas garantías en materia de riesgo. Son especialmente interesantes para inversores institucionales como fondos de inversión y pensiones, que tienen necesidades de caracterización continuas en el tiempo y crecientes en su cuantía por la sobredemanda que han tenido los productos financieros.



En general, los valores emitidos son variados y de gran innovación financiera, conteniendo riesgos operativos y estructurales ausentes en otros productos ofrecidos en el mercado, por lo que se intenta alcanzar su neutralización para ser atractivos. Pero la clave del éxito está, como siempre, en los mercados; en la necesidad de que los mismos validen la oferta ya que, en caso contrario, todo el proceso titulizador queda en un ensayo de ingeniería financiera.

2.4. OTROS PARTICIPANTES

De alguno de los distintos agentes que incluimos en este apartado ya hemos hablado a lo largo de esta exposición: no obstante conviene resaltar aspectos que pueden ser de especial interés para el conocimiento de la materia tratada.

Los otros participantes son supervisores, agencias de calificación, directores de emisión, agentes pagadores y entidades depositarias.

La supervisión y el control de las entidades de crédito y financieras en España y Francia corresponden a las figuras de los bancos centrales, que han regulado los procesos de titulización. Las distintas normas intentan fundamentalmente reglar el proceso de traspaso de los riesgos de la entidad cedente con objeto de librarla de la cobertura impuesta en materia de recursos propios y otras coberturas si procede.

Las agencias de rating fundamentalmente califican el riesgo, pero también valoran factores como la informatización, capacidad, sistemas de auditoría y control interno y la importancia de las posibles pérdidas por incumplimiento.

El director de emisión en el modelo anglosajón asume las mayores funciones de las emisiones, negocia con la agencia de *rating*, orienta sobre el precio de lanzamiento, elige colocadores y llega a crear mercado secundario. De entre estas funciones, siempre se le atribuye un papel relevante en la determinación del precio de la emisión. La entidad emisora puede acudir a



una subasta entre entidades financieras para que de manera competitiva se repartan la colocación, o si carece de experiencia en estos valores, solicitar precio del *manager* elegido.

La entidad financiera que cumple con la función del agente pagador atiende el servicio de la emisión y además puede prestar otras funciones como la determinación del tipo de interés de referencia, la de agente financiero invirtiendo los activos de las cuentas de tesorería transitoria a favor del fondo de titulización o incluso adelantándole liquidez cuando se produzcan retrasos ocasionales. No obstante, su función básica se plasma en la realización de pagos a los bonistas en las condiciones pactadas, según mandato de la sociedad gestora y a cambio de una comisión fija o variable. Puede ser sustituido siempre que se cumplan los requisitos establecidos al efecto. Su elección en determinadas emisiones responde a criterios fiscales, buscando entidades residentes en ámbitos tributarios más favorables.

La entidad depositaria inicialmente se encarga de custodiar y conservar los documentos que justifiquen y respalden los activos crediticios propiedad del fondo de titulización y de los títulos representativos de los activos que vaya adquiriendo la sociedad gestora por cuenta del mismo. En situaciones excepcionales, como quiebra o revocación de entidad gestora, puede asumir atribuciones de manera transitoria dependiendo de cada marco legal.



3. LOS ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE TITULIZACIÓN

3.1. EVOLUCIÓN

La aparición en España del R.D. 926/1998, de 14 de mayo, que regula los fondos de titulización de activos y sociedades gestoras de fondos de titulización de activos, es el fruto de un dilatado y laborioso proceso, cuyo colofón representa un hito importante en nuestro sistema financiero ofreciendo un instrumento de gran utilidad que permitirá mejorar la financiación de los agentes económicos en general (tanto financieros como no financieros).

El inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, y la participación de España en la misma, ha sido el elemento impulsor de un proceso de regulación más amplio, como el que se produjo en 1998. Momento ¹ en el que resultaba indispensable disponer de un marco legal amplio y completo, que dotase a los agentes económicos de un verdadero instrumento de competición a nivel económico internacional.

El proceso de titulización utiliza como elemento base activos empresariales de naturaleza financiera, integrantes de la denominada inversión crediticia de los intermediarios financieros, tanto bancarios como no bancarios. Estos activos se documentan mediante un contrato e incorporan un derecho de crédito (a un determinado plazo o vencimiento y con una cierta rentabilidad). Suelen estar respaldados, en ciertas ocasiones, mediante garantías reales ².

Sin duda alguna, para las entidades financieras la titulización abre la posibilidad de obtener recursos financieros mediante una reducción de su activo. Supone, en realidad, la transferencia de los riesgos inherentes a los

Ver notas en la página 53.



activos que se ceden (principalmente el riesgo de fallido), y, por tanto, un ahorro de recursos propios y la liberación de provisiones a cuya dotación aquellas se ven obligadas. La alternativa de titulización de préstamos de consumo puede ser una estupenda medida para preservar la liquidez de las entidades ante el fenómeno de la desdepositación. En este contexto, la titulización constituye un elemento que comunica la colocación del ahorro en fondos de inversión con el ahorro corporativo y de consumo, evitando la opresión que puede llegar a provocar la excesiva concesión de créditos, dadas las enormes dificultades con que las entidades de crédito se encuentran para captar depósitos en la actualidad.

Sin embargo, con la nueva Ley, el fenómeno de la titulización no queda circunscrito únicamente a las entidades financieras, sino que abre también a las empresas nuevas perspectivas para la financiación de sus activos (por ejemplo: cuentas a cobrar). El proceso desamortizador inherente al nuevo modelo económico-empresarial de la *nueva economía* implica la movilización de activos empresariales y lo que, indudablemente, permitirá aligerar los balances a las empresas. En este contexto la titulización de activos abrirá importantes puertas para mejorar su liquidez, y contribuirá indudablemente a la proliferación del efecto multiplicador del proceso de titulización.

En los últimos años se ha puesto de manifiesto para las Administraciones Públicas la necesidad de redefinir su papel en la financiación de infraestructuras, de manera que sea posible compatibilizar una política de rigor presupuestario con el mantenimiento de un nivel de inversión que permita lograr la adecuación de las dotaciones de infraestructuras, equipamientos y servicios públicos al de los países que nos rodean. El Real Decreto 926/1998 puede aportar, en la financiación de infraestructuras y servicios públicos, ciertas implicaciones importantes. Su desarrollo aportará a los mercados alternativas a los contratos de préstamo y crédito tradicionales en operaciones de inversión en infraestructuras³.

El resultado final de todo proceso de titulización será la emisión de valores negociables, aunque no es indispensable que proceda de ellos la financiación que respalde los derechos de crédito cedidos. El R.D. mencionado contempla tres posibilidades de financiación, aunque se inclina clara-



mente por los citados valores, que han de superar el 50% del Pasivo como norma ⁴:

- a) Valores de renta fija (que deberán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado, salvo que se destinen a inversores institucionales ⁵).
- b) Préstamos concedidos por entidades de crédito.
- c) Aportaciones de inversores institucionales, a quienes les corresponderá el *derecho de remanente* que se produzca al realizarse la liquidación del fondo (una vez satisfechos los derechos de crédito de los demás acreedores).

3.2. MODALIDADES DE TITULIZACIÓN

La titulización, tal y como se ha regulado en España, se asocia a la desaparición de los activos cedidos del balance de la entidad cedente ⁶. El R.D. señala los requisitos fundamentales que se han de cumplir, y que, en modo alguno, implican que la entidad cedente no pueda conservar la administración y gestión del crédito cedido, si así se pacta:

1. La cesión de activos ha de ser *plena* ⁷ e *incondicional*.
2. La entidad cedente no puede conceder garantía al cesionario ni asegurar el buen fin de la operación.

Así en el caso de las entidades de crédito podría producirse un efecto de liberalización de fondos procedentes de los *coeficientes obligatorios* ⁸, pues al minorarse el coste de los fondos, se encuentra en condiciones óptimas para otorgar financiación en mejores condiciones. No obstante, la titulización no se limita a aquellos casos en los que el activo cedido sale del balance, sino que puede adoptar otras modalidades.



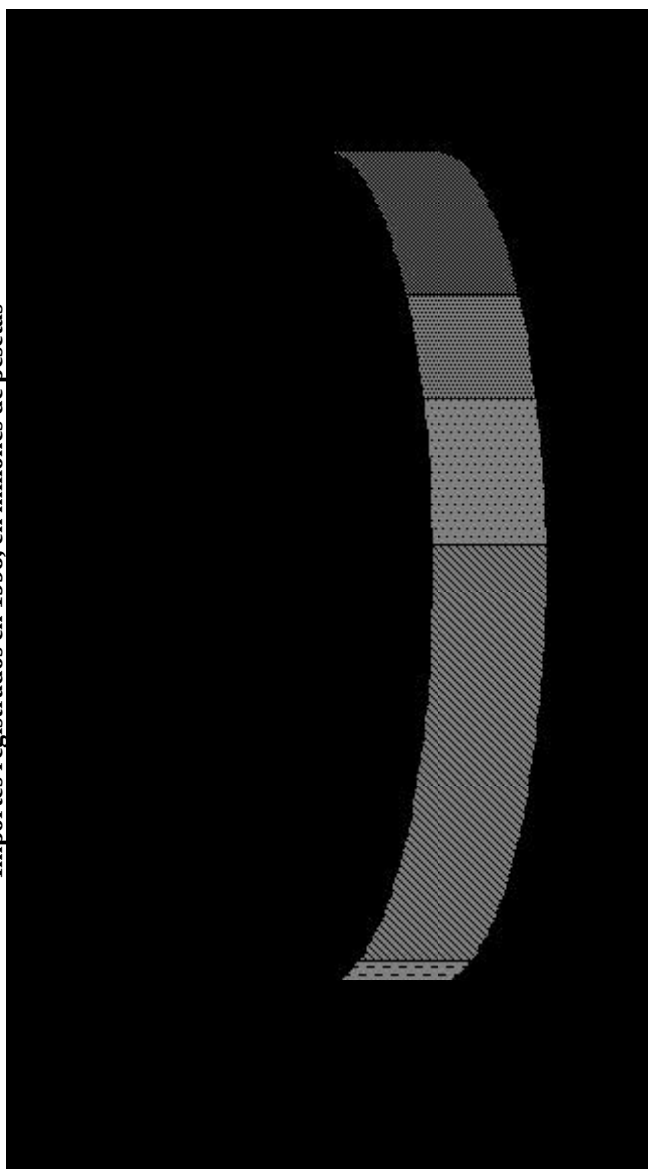
Básicamente podemos distinguir las siguientes:

1. *Pass-throughs* ⁹, en que los activos son propiedad de los inversores, mediante un vehículo financiero, de manera que dichos activos pueden darse de baja en la entidad cedente, aunque suele conservar la gestión de los flujos de caja provenientes de dichos activos.
2. *Asset-backed* ¹⁰, es decir "*títulos respaldados por activos*". En esta opción, los activos continúan en balance, no obstante, los flujos de caja de dichos valores se encuentran garantizados por los flujos procedentes de tales activos.
3. *Pay-throughs* ¹¹, en que los activos permanecen en el balance de la entidad originadora, puesto que los inversores no son propietarios de los mismos, aunque los flujos de caja que proceden de ellos se dirigen al servicio de los valores emitidos con cargo a los mismos.

El gráfico 1 muestra las emisiones de bonos de titulización que se han realizado a lo largo de 1998:



**Gráfico 1. Emisiones de bonos de titulización. Detalle por emisor.
Importes registrados en 1998, en millones de pesetas**



Nota: Todas las emisiones son hipotecarias menos SANTANDER I

Fuente: Elaboración propia a partir de la información extraída del "Informe anual sobre los Mercados de Valores de 1998" de la Comisión Nacional del Mercado de Valores



3.3. REQUISITOS QUE DEBEN REUNIR LOS ACTIVOS TITULIZABLES

Para que un determinado activo empresarial sea susceptible de titulización ha de reunir una serie de requisitos básicos:

- a) Ha de ser factible la realización de la agrupación de un cierto volumen (tanto en importe como en número de operaciones), que permita efectuar el correspondiente análisis estadístico-actuarial del riesgo de crédito de toda la masa susceptible de titular ¹².
- b) Debe ser posible homogeneizar las operaciones crediticias para que se abarate el proceso de titulización.
- c) Es necesaria la diversificación tanto geográfica como socioeconómica, con la finalidad primordial de minorar el riesgo de crédito inherente al proceso en sí.
- d) Se han de utilizar criterios de selección adecuados y fácilmente evaluables, garantes, en cierto modo, de cualidades esenciales en este proceso como la sencillez de la calificación y de la determinación de los mecanismos de cobertura apropiados.
- e) El activo ha de originar flujos de caja de carácter periódico y predecible. Indudablemente hay que procurar que la morosidad inherente sea la mínima con objeto de que no se encarezca demasiado el proceso mediante la adecuación de determinados elementos de cobertura para compensar el riesgo crediticio inherente.

La mayoría de las operaciones que reúnen los anteriores requisitos las podemos localizar en lo que se está dando en llamar cada vez más banca de particulares. Sin embargo, hay empresas no bancarias que también, al igual que aquellas, financian a crédito a sus clientes a través de operaciones que cumplen los requisitos enumerados. Es por ello que también, hasta el momento, se ha empleado la titulización en este tipo de empresas, aunque en menor medida que en las entidades bancarias. Aunque esto no es óbice para que en el futuro no se produzca.



Con el propósito de estudiar, con mayor detenimiento, cada activo susceptible de titulización, podemos distinguir, en función del elemento que actúa como respaldo o cuya adquisición constituye el objetivo de la financiación, los siguientes:

Tabla 1. Clasificación de los activos susceptibles de titularizar

CON GARANTÍA HIPOTECARIA	• Préstamos para adquisición de viviendas unifamiliares. • Préstamos para compra de conjuntos residenciales. • Préstamos para complejos de multipropiedad. • Préstamos para adquisición de casas prefabricadas. • Préstamos para instalaciones industriales.
CON GARANTÍA PERSONAL EXPLÍCITA	• Préstamos para compra de coches, furgonetas, autobuses, camiones y demás vehículos • Préstamos para compra de barcos y motoras
CON GARANTÍA PERSONAL TÁCITA	• Cuentas a cobrar de tarjetas de crédito • Cuentas a cobrar de contratos de franquicia
OTROS	• Operaciones de arrendamiento financiero de bienes de equipo. • Préstamos a empresas y consumidores. • Cuentas a cobrar de empresas sanitarias y de servicios esenciales (por ejemplo los energéticos). • Facturación de empresas exportadoras a deudores de solvencia reconocida (carburantes, electricidad, gas o comunicaciones). • Préstamos concedidos a las Haciendas Locales.

Fuente:Elaboración propia a partir de "La Titulización Crediticia (un estudio interdisciplinar)". Almuera Gómez, Angel

Vamos a prestar especial atención a las siguientes modalidades:

- Préstamos hipotecarios.
- Préstamos para adquisición de vehículos.
- Cuentas a cobrar de tarjetas de crédito.
- Arrendamiento financiero.
- Cesión de facturación empresarial.



3.4. PRINCIPALES TIPOS DE ACTIVOS TITULIZABLES

3.4.1. Préstamos hipotecarios

Esta figura, sin duda, reúne todos los requisitos que hemos enumerado para ser susceptible de titularizar. De hecho, fue el primer activo susceptible de serlo, y hasta 1998 el único. Se inició su regulación con la Ley 12/1992, de 7 de julio, norma que podríamos calificar como competitiva y flexible. Abogó esta ley por arbitrar el proceso titulizador de activos hipotecarios mediante un patrimonio, sin personalidad jurídica, cuya gestión corría a cargo de una Sociedad Gestora de Fondos de Titulización Hipotecaria (SGFTH). Modelo éste que consiguió reducir los costes del proceso titulizador.

Los préstamos hipotecarios se caracterizan por implicar la prestación de una garantía real sobre un bien inmueble, que responde de las obligaciones financieras que ha asumido el prestatario. Estas operaciones son susceptibles de clasificación atendiendo a múltiples criterios (naturaleza del bien, aspectos jurídicos, clase de entidad prestamista, prestatario, condiciones financieras accesorias, etc.).

Nosotros estudiaremos estas operaciones, previa clasificación atendiendo a varias condiciones financieras inherentes: la variabilidad del tipo de interés y el sistema amortizativo.

No obstante, antes de realizar dicho estudio es conveniente hacer alusión a uno de los parámetros más importantes que tienen en cuenta las entidades prestamistas antes de conceder una operación financiera de este tipo: el ratio importe del préstamo/valor del inmueble hipotecado ($P/V = \text{Loan to value} = \text{LTV}$). La mayoría de las entidades fijan este ratio en el 80%¹³. La fijación del valor de este ratio por debajo del 100% supone que el prestatario ha de hacer frente al resto del precio de la vivienda con sus propios recursos. La realización de esta aportación, más la disminución experimentada por el capital pendiente de pago (al efectuar sucesivos reembolsos periódicos), otorga un margen de seguridad importante al prestamista en el supuesto de que el precio de la vivienda descendiera por debajo del valor de tasación del mismo (en el momento de concesión de la operación).



La titulización de este tipo de operaciones implica la emisión, generalmente por una entidad de crédito, de títulos garantizados por los activos que configuran su propia cartera. En esta clase de titulización podría no ser necesario realizar la traslación del riesgo de impago del activo colateral al adquirente/tenedor del título emitido. En esta ocasión, además, la entidad originadora conserva dentro de su Balance el activo colateral así como el título emitido. Aunque si se opta por realizar la titulización fuera de balance sí que habría transferencia del riesgo, y resultaría necesaria la actuación de un fondo de titulización.

Llegado este punto, resulta obligada la distinción, dentro de esta modalidad de activos, en función de la variabilidad del tipo de interés a lo largo de la vida de la operación, puesto que este factor condiciona y determina el propio proceso titulizador.

3.4.1.1. Préstamos a tipo fijo

Se trata de las operaciones de préstamo en las que el tipo de interés no sufre alteración alguna a lo largo de su ciclo de vida. Respecto al sistema de amortización más comúnmente utilizado en la práctica es, sin duda, el sistema francés (pagos periódicos constantes, comprensivos de capital e intereses, y por tanto las cuotas de capital que se pagan cada vez son mayores y las de capital menores). Aunque existen otras posibilidades (de menor aplicación práctica) tales como los sistemas amortizativos mediante cuotas de capital constantes, o cuotas (comprensivas de capital e intereses) variables en progresión geométrica o aritmética. Otra posibilidad, que no suelen aceptar las entidades financieras, es el reembolso único de capital al vencimiento. Sistema amortizativo éste que entraña un considerable riesgo al retrasar tanto la devolución del principal íntegro.

3.4.1.2. Préstamos a tipo variable

En este tipo de operaciones el tipo de interés que ha de satisfacer el prestatario va variando a lo largo de la vida de la operación. Generalmente el



tipo de interés suele estar referenciado a algún indicador. La razón que justifica la aparición de este tipo de operaciones la podemos ubicar en la década de los años 80, caracterizada por elevadas tasas de inflación, y tipos de interés fluctuantes, además de la liberalización total (en gran número de mercados financieros) de los tipos activos y pasivos.

Con esta situación a los intermediarios financieros les resultaba muy complicado financiar las operaciones hipotecarias a tipo fijo (a plazos tan elevados) con pasivos a corto plazo cuya remuneración era revisable. Esta ausencia de sincronización entre las dos partes del balance originó importantes crisis bancarias ¹⁴.

La legislación tutiva de los intereses de los prestatarios impone a las entidades financieras que realicen una definición clara y comprensible de los tres elementos fundamentales (tipo de interés inicial, tipo o indicador base, es decir índice de referencia y margen o diferencial) en el documento contractual correspondiente (en especial la O.M. de 5 de mayo de 1994 sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios).

En este tipo de operaciones puede pactarse un tipo de interés techo y suelo por encima y por debajo del cual respectivamente no puedan adeudarse intereses al prestatario. En la práctica se suelen combinar ambas figuras, con una cierta simetría, lo que se plasma en la fijación de un determinado porcentaje (respecto al tipo de interés de partida) que marca el tipo máximo y mínimo respectivamente. Este fenómeno inherente a esta modalidad de préstamo requiere recurrir a la utilización de instrumentos derivados (opciones). Concretamente suele combinarse un *suelo-floor* y un *techo-cap*. Asumiendo la posición del deudor, estaría protegiéndose ante un alza de los tipos al comprar el *cap*, y del mismo modo vendiendo un *floor* a la entidad de crédito conseguiría la cobertura necesaria en el supuesto de que se produjera un descenso de los tipos.

Una cuestión fundamental, desde el punto de vista de la titulización, es determinar los elementos que, en este tipo de operaciones, han de ponderarse para evaluar una cartera de préstamos crediticios. Podemos destacar los siguientes:



- indicador de referencia y representatividad respecto a los tipos de interés del mercado;
- tipo de interés inicial, o tipo único si es fijo;
- margen o diferencial;
- límites máximos y mínimos (periódicos y permanentes);
- periodos y fechas de revisión de los tipos;
- volatilidad esperada de los tipos;
- riesgo de crédito estimado así como de insolvencia o morosidad;
- tasa de actualización para hallar el valor financiero estimado.

En relación al riesgo de insolvencia, las agencias de calificación *rating* han exigido mayor cobertura en los préstamos a tipo variable que en los préstamos a tipo fijo, en especial en aquellas operaciones en las que existe un tipo de interés inicial atractivo (interés blando) que se aproxima en los años siguientes al tipo de mercado. También se han apreciado diferencias en la estimación de la cancelación anticipada entre una y otra modalidad de préstamo. En este sentido, se ha comprobado que el prepago en las operaciones a tipo variable se efectúa de manera más rápida y estable. Es fundamental disponer de operaciones crediticias normalizadas (considerando las principales características de la operación) y rendimientos para el planteamiento de un sistema de titulización idóneo.

En este tipo de operaciones de préstamo a tipo de interés variable la normalización resulta necesaria, y ésta requiere al menos:

1. La simplificación de las fechas de pago y la periodicidad de los diferentes términos.
2. Un sistema de devolución del principal de previsión fácil, en especial en el caso de préstamos a tipo variable.
3. La uniformidad del proceso de cancelación anticipada (respecto de la determinación del momento a partir del cual es posible realizarla, acerca



de la existencia de un mínimo a amortizar y la forma de aplicar la comisión penalizadora al prestatario).

4. La revisión de los tipos de interés (elección de un tipo base correlacionado con los tipos representativos de emisiones bancarias de pasivo y protegido ante oscilaciones del mercado).
5. La fijación de límites periódicos y permanentes a los tipos de interés o a los propios términos amortizativos.

Es especialmente importante señalar que han de ser absolutamente predecibles las alteraciones (temporales o de cuantía) que experimenten los flujos derivados de la operación para que ésta resulte titulizable.

Hemos de señalar que la necesidad manifiesta de ampliar el proceso titulizador a otros activos no hipotecarios quedó ya patente en el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, que contenía la habilitación al gobierno para extender el régimen de la titulización hipotecaria a la titulización de otros préstamos y derechos de créditos. No obstante, se podía inducir del planteamiento de este Real Decreto-Ley, *prima facie*, que resultaba aún necesario adaptar el modelo existente en nuestro país con el propósito de que la titulización de activos no hipotecarios resultara posible.

Así, más tarde, la Disposición adicional 5ª de la Ley 3/1994, de 14 abril, por la que se adaptó nuestro ordenamiento interno a la II Directiva de Coordinación Bancaria vino, en cierto modo, a completar la habilitación que ya otorgaba el Real Decreto-Ley mencionado.

Ha sido necesario completar el desarrollo normativo mencionado con el Real Decreto 926/1998, puesto que sin él, el gobierno no hubiera podido introducir las modificaciones necesarias en el modelo de titulización existente para ampliar, de facto, la gama de activos a titular de forma que puedan satisfacerse las necesidades de liquidez de una mayor gama de agentes económicos (e.g.: las pequeñas y medianas empresas) que podrán participar ahora en el proceso de titulización.



3.4.2. Préstamos para adquisición de vehículos

Este tipo de préstamos constituye, en USA, el eje central del proceso de titulización, que comparte protagonismo con la titulización de la facturación de las tarjetas de crédito. En dicho país este tipo de préstamos origina el 12% de la titulización de activos, y fue precisamente en ese país donde tuvo lugar la primera titulización de este tipo de activo en 1985. Cinco años más tarde se realizó por primera vez en Europa (principalmente en Francia y Reino Unido). Son los bancos especializados y las financieras las que realizan este tipo de operaciones.

El proceso de titulización de estos activos ha traído consigo la ampliación de las fuentes de financiación y una considerable disminución del riesgo de tipo de interés.

Cualquier cartera crediticia formada por este tipo de operaciones tiene una serie de rasgos a tener en cuenta en el momento de realizar su titulización:

- Podemos hablar de financiación directa comprador-acreedor o bien financiación indirecta a través del concesionario o vendedor del vehículo que solicita la documentación para estudiar y formalizar, si procede, la operación. Por tanto ha de revisarse minuciosamente toda la documentación, puesto que pueden existir problemas de solvencia no detectados en el momento de concesión de la operación.
- En este sector se encuentra muy implantado el *credit-scoring*, que pretende otorgar mayor agilidad a este tipo de operaciones.
- En estas operaciones se ha comprobado que la mayor morosidad se ubica entre los 6 y 18 meses de vida del contrato, y en los contratos a mayores plazos, más bien hacia el final del mismo.
- Los aspectos legales no son uniformes (en especial en lo relativo al recobro en caso de insolvencia del deudor). No obstante, el procedimiento de recuperación de la deuda exigible es ciertamente muy rápido en la mayoría de los sistemas.
- No podemos afirmar, según lo establecido legislativamente, que existan



operaciones excluidas de la titulización en función de la clase de vehículo que se hubiera financiado con la operación.

3.4.3. Cuentas a cobrar de tarjetas de crédito

El primer proceso titulizador de este tipo de derechos lo realizó en 1987 el Republic Bank Delaware (filial del Republic Bank Corporation of Texas), y ello a pesar de los múltiples inconvenientes que le otorgan a estos activos el carácter de "difícilmente titulizables", puesto que se trata fundamentalmente de operaciones a muy corto plazo, de muy difícil previsión, de importes muy pequeños, gran morosidad (comparativamente con otras operaciones de financiación) y amplia variedad en los mercados financieros. La existencia de una gama tan amplia de tarjetas de crédito en el mercado, nos obliga a plantearnos qué tipo de tarjetas generan derechos de cobro titulizables.

Podemos señalar, en primer lugar, que es necesario que exista una relación crediticia efectiva que se pone de manifiesto en el hecho de que el titular (que dispone de su límite de crédito) ha de efectuar el reembolso del saldo deudor (dispuesto) más los intereses devengados sobre el mismo. Se admite también la financiación directa por la entidad emisora (sin necesidad de que intervenga una entidad financiera). Nos estamos refiriendo a las denominadas tarjetas bilaterales, que en la mayoría de las ocasiones son tarjetas de compras (como por ejemplo la del Corte Inglés).

Hemos de precisar cuáles son realmente tarjetas de crédito, *stricto sensu*. Realmente lo son aquéllas mediante las cuales el titular puede disponer del límite que le ha sido concedido (total o parcialmente), reponiéndose a medida que se amortiza la operación.

En el momento de solicitar la tarjeta el titular puede optar por alguna de las siguientes modalidades de pago de capital e intereses:

- Pago de una cuota mensual determinada como un porcentaje fijo del saldo vivo en cada momento (estableciéndose en estos casos un porcentaje máximo y mínimo, así como una cuota mínima de pago en unida-



des monetarias que permite amortizar el saldo vivo residual, si muy reducido, en un determinado momento).

- Pago de una cuota fija mensual (estipulada en unidades monetarias).
- Otras modalidades especiales (propias de cada entidad financiera).

No obstante, estas tarjetas pueden operar en ciertas ocasiones como tarjetas de débito (al tener la mayoría de las tarjetas existentes en el mercado la doble funcionalidad crédito-débito). Efectuándose, en tal caso, el adeudo inmediato en cuenta del importe dispuesto en la operación.

No son susceptibles de titulización los derechos de cobro originados en aquellas tarjetas de crédito que se caracterizan por otorgar un aplazamiento de pago sin intereses desde la fecha de la operación hasta la fecha de adeudo efectivo en cuenta. También quedan excluidas las tarjetas de garantía de cheque que permiten al titular librar cheques cuyo pago asegura al tomador el banco librado.

Hemos de mencionar el considerable riesgo crediticio inherente a este tipo de operaciones. Además la recuperación de la deuda, en el supuesto de impago, plantea mayores problemas y retrasos, motivados por el escaso rigor contractual con el que generalmente se formaliza la concesión de la propia tarjeta (sin exigencia de garantías suficientes).

A pesar de todo ello, para las entidades financieras, la financiación derivada de este instrumento tiene un importante atractivo: su considerable rendimiento (compuesto por el interés por el aplazamiento en los pagos, generalmente superior al de otro tipo de operaciones de financiación al consumo, y comisiones inherentes al mantenimiento, retiradas de efectivo, etc.).

El principal problema que se plantea en el proceso de titulización de estos activos lo hallamos en la forma de evitar que los valores emitidos, a raíz del proceso de titulización, respondan a los breves plazos en los que los titulares amortizan los saldos dispuestos. La solución la encontramos estableciendo un periodo de carencia (de duración entre 18 y 60 meses), durante



el cual los bonistas tan sólo recibirán intereses (habitualmente pactados a un tipo de interés fijo) por los valores adquiridos y transcurrido el cual sus valores son amortizados en breve espacio de tiempo (generalmente entre 3 y 12 meses). Es necesario, en tal caso, reinvertir las cantidades entregadas por los titulares de las tarjetas durante el tiempo en que los inversores no reciben principal en otras cuentas a cobrar, de manera que se mantenga la deuda viva en el nivel de partida.

Lo percibido en concepto de intereses y comisiones se destina al pago de los cupones de valores emitidos en el proceso de titulización. La cantidad que entrega el deudor (en concepto de devolución del principal dispuesto) se traspasa a los bonistas, transcurrido el periodo de carencia o de reinversión de dichos importes.

Finalmente, tan solo creemos necesario añadir que el periodo de carencia de principal o de reposición se puede ver acortado si se producen una serie de circunstancias que aconsejan realizar la devolución del principal, incluso antes de lo previsto, en salvaguarda de los derechos de los propios inversores. Estas circunstancias son las siguientes:

- incremento de la morosidad;
- disminución de la rentabilidad media de la cartera;
- aumento de las modalidades de pago permitidas en el contrato de tarjeta y que no originan devengo de intereses;
- reducción, por debajo de un determinado nivel, de la tasa mensual de pago;
- imposibilidad de añadir nuevas cuentas a cobrar (en las condiciones establecidas inicialmente);
- dificultades operativas considerables.



3.4.4. Arrendamiento financiero

Se trata de un instrumento de financiación que ha tenido un auge considerable en los últimos tiempos al facilitar la utilización del activo fijo sin necesidad de adquirir inicialmente la propiedad del bien. En un gran número de legislaciones, además esta figura se ha visto bastante potenciada mediante un tratamiento fiscal favorable.

Los contratos de arrendamiento financiero (*leasing*) reúnen los requisitos necesarios para su titulización, ya que se efectúan pagos periódicos, prepagables y determinados mediante el sistema amortizativo francés. Además, en este tipo de operaciones suele ejercitarse la llamada opción de compra, cuya cuantía suele coincidir con el de las cuotas. Pueden surgir, no obstante, ciertos problemas en estas operaciones al estar separada la propiedad del uso y disfrute del bien que podrían llegar a dar lugar a la paralización de los pagos por el deudor.

En cuanto a las titulizaciones de este tipo de activos realizadas hasta el momento podemos mencionar las que han tenido como objeto la financiación de equipos informáticos, maquinaria, vehículos, elementos de oficina, aeronaves e instalaciones industriales.

3.4.5. Cesión de facturación empresarial

Nos estamos refiriendo a la cesión de la facturación comercial presente o futura, documentada en diversos instrumentos de pago aplazado, por parte de empresas no financieras que, para lograr un incremento de la liquidez, emiten, mediante una sociedad creada para tal fin, valores negociables en los mercados de capitales. En definitiva, la titulización de estos activos supone la conversión de unos activos comerciales ilíquidos en valores negociables. En este caso, la cartera generadora de los flujos necesarios se compone de recibos o facturación a distinto vencimiento que contiene derechos de cobro de muy distintas actividades (por ejemplo: prestación de servicios sanitarios o de comunicaciones).



Las principales dificultades que plantea esta facturación las hallamos en el análisis y medición de las posibles falencias, las disminuciones en los saldos exigibles por devoluciones, las reclamaciones, etc.

En muchas ocasiones se ha equiparado esta figura al *factoring*, no obstante no se efectúa un análisis crediticio individual de cada deudor que forma parte de la cartera, sino que se realiza un análisis actuarial de la evolución pasada y conocida de la cartera en su totalidad. Hasta el momento, la mayoría de las operaciones de este tipo que se han titulado han consistido en la cesión por empresas que prestan servicios como los telefónicos.

3.4.6. Otros activos susceptibles de titulación

Si enfocamos el estudio de los activos susceptibles de titulación en sentido amplio, y no únicamente desde el punto de vista de una entidad financiera, podríamos detectar las enormes posibilidades que este fenómeno financiero ofrece a las empresas que generan derechos de cobro frente a sus clientes, puesto que podrían titular dichos activos siempre que cumplan los requisitos necesarios que ya enumerábamos en el epígrafe 3.3. Requisitos que deben reunir los activos titulables ¹⁵.

A la administración pública, por su parte, se le plantean unas enormes posibilidades, puesto que podría titular determinados tributos, precios públicos y contribuciones especiales.

3.4.7. Collateralized Mortgage Obligations (CMO)

Las CMO son una modalidad de emisiones de titulación divididas en diversos tramos (A, B, etc.) que llevan asociados diferentes perfiles de riesgo. Inicialmente cada clase tiene diferente fecha de vencimiento (aunque en la actualidad existen emisiones donde varias clases tienen iguales vencimientos), y cada clase cobra cuando la anterior ya ha percibido tanto el principal como los intereses.



Esta figura ha tenido un considerable desarrollo, puesto que se han vislumbrado varias clases:

- a) *Floating rate CMOs*: cuando el tipo de interés asociado a todas o varias clases está indexado (generalmente se suele poner un *cap* límite máximo del tipo de interés a pagar).
- b) *Inverse floating-rate*: en el supuesto de que el tipo de interés de una clase de bonos esté indexado de forma inversa (es decir si el índice de referencia sube, el tipo de interés baja, y viceversa). En este caso se puede poner un "floor" para evitar que el tipo de interés sea menor que un determinado porcentaje predeterminado ¹⁶.
- c) *Superfloater*: en el caso de que el *spread* sobre el índice sea múltiplo del cambio que experimenta el índice.

Con el propósito de reducir el riesgo de prepago o retraso en el pago, surgieron, dentro de las CMO, los *Planned Amortization Class* (PAC) o tramos de amortización planificada. Este sistema asegura un determinado calendario de amortización del principal, siempre que la tasa periódica de prepago se mantenga dentro de un intervalo definido (con un máximo y un mínimo). Se consigue gran estabilidad gracias a otros tramos acompañantes (*companion bonds* o *support bond classes*).

3.5. EXPERIENCIAS DE TITULIZACIÓN NO HIPOTECARIA FUERA DE ESPAÑA

Se han desarrollado ciertas experiencias de titulización no hipotecaria en los últimos años fuera de España dignas de mención; de las cuales podemos destacar las siguientes:

Calvin Klein Inc: Compañía que consiguió 58 millones de dólares mediante la titulización de royalties que recibiría de Calvin Klein Cosmetic Corp, quien tiene el derecho exclusivo del uso de la marca "Calvin Klein" en sus fragancias. Se esperaba que los perfumes generaran 10 millones de dólares en royalties anualmente que Calvin Klein Cosmetic Corp pagaría a Calvin Klein Inc. El importe recibido fue utilizado para comprar bonos emitidos



previamente (al 14%), mientras que el tipo de interés medio de las emisiones derivadas de la titulización fue del 6%.

Centerior Energy: Esta empresa titulizó en 1996 cuentas a cobrar facturadas y futuras de dos empresas subsidiarias (*The Cleveland Electric Illuminating Co.* y *The Toledo Edison Co.*) por un importe de 242 millones de dólares. Gracias al bajo nivel de impagados de estas empresas, el coste de financiación fue bastante competitivo.

People's Bank Bridgeport: Entre los años 1993 y 1996 titulizó derechos de cobro derivados de tarjetas de crédito. Estas titulizaciones le permitió potenciar considerablemente dicho negocio, que experimentó un crecimiento de entre el 25% y 50% anual.

Foothill/Eastern System en California: Realizó una operación que le permitió financiar una autopista en U.S.A mediante la titulización de los derechos de peaje sobre la misma. La empresa concesionaria subcontrató todas las actividades (diseño, construcción, mantenimiento y explotación) y se financió mediante la cesión a una sociedad intermedia de sus ingresos futuros por peaje netos de gastos. La sociedad intermedia emitió bonos, utilizando como garantía dichos ingresos netos.

David Bowie: En 1997 titulizó los derechos de 300 canciones en una emisión de 55 millones de dólares a un tipo fijo del 7,99% (siendo la vida media de los títulos de 10 años). Esta emisión tuvo un rating A3, asignado por Moody's.

Todos los anteriores son ejemplos claros de las enormes posibilidades que ofrece la titulización de activos en general, para la mejora de su liquidez y no solo en entidades financieras. En nuestro país, cabe esperar que experiencias de este tipo comiencen a proliferar.



Notas Capítulo 3

- ¹ Por la *globalización de los mercados* y el considerable *incremento de competitividad en la zona euro*.
- ² Lo que asegura el *recobro* en el supuesto de incumplimiento de pago de la obligación original por el prestatario.
- ³ Cuya principal característica debe ser su capacidad para integrar a los sectores público y privado en la promoción de proyectos.
- ⁴ A menos que concurran causas financieras, jurídicas, técnicas o de mercado que justifiquen un menor porcentaje y que resulte acreditable en el instante de la constitución del Fondo.
- ⁵ Tienen la consideración de *inversores institucionales* en la norma española los fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, entidades de crédito, sociedades de valores y demás entidades que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables.
- ⁶ Cuestión lógica, pues permite disfrutar de algunas ventajas de estos procesos.
- ⁷ Por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento.
- ⁸ Coeficiente de caja, coeficiente de solvencia o de recursos propios.
- ⁹ Aquí podríamos ubicar la *participación hipotecaria*, aunque suele prescindir del *vehículo financiero* entre la entidad cedente y el comprador de la participación.
- ¹⁰ Incluiremos en esta modalidad las *cédulas* y *bonos hipotecarios*, que se distinguen en el tipo de garantía que soportan (genérica para las cédulas y específica para los bonos).
- ¹¹ Esta modalidad, a diferencia de las dos anteriores, no tiene correspondencia específica con los valores del mercado hipotecario. Es más apropiada para financiación de proyectos específicos (*project finance*) o financiación estructurada.
- ¹² El objetivo es evaluar el riesgo y establecer el mecanismo de cobertura adecuado en cada caso.
- ¹³ Entre los elementos que se consideran al fijar el ratio P/V podemos citar los más importantes: clase de inmueble hipotecado, existencia de ayudas oficiales en esta operación o competencia entre entidades financieras.
- ¹⁴ En este sentido **Almoguera** señala que la mayoría de los autores (entre los que cita a **Fabozzi** y **Modigliani**) atribuyen las innovaciones introducidas en este



Continuación notas Capítulo 3

sentido (variabilidad del tipo de interés) a la falta de casamiento de los tipos activos y pasivos así como al problema inflacionario (que, en muchos casos, dificultaba el acceso a esta modalidad de financiación a muchos prestatarios jóvenes que no disfrutaban ni del patrimonio ni de la renta suficiente).

¹⁵ Entre otros...el activo ha de ser susceptible de originar flujos de caja de carácter periódico y predecible.

¹⁶ Es posible combinar ambas figuras (*floating rate* y *inverse floating-rate*) en una misma emisión de bonos indexados, pues unas clases podrían estarlo directamente y otras indirectamente, de manera que el tipo de interés a pagar sobre el total de la emisión no varíe ante oscilaciones del tipo de interés utilizado como referencia.



4. EL FONDO DE TITULIZACIÓN

El proceso de desintermediación financiera precisa de instrumentos y vehículos que permitan poner en contacto a los agentes con excedentes tesoreros con los agentes deficitarios. Si los fondos de inversión han sido los protagonistas institucionales en el trámite de la desdepositación de las entidades financieras, que conlleva el susodicho proceso de desintermediación, los fondos de titulización, por su parte, concebidos de forma muy similar, son los verdaderos vehículos del fenómeno de la titulización que, según nuestra hipótesis de partida, protagonizará el aspecto financiero de la implantación de la *nueva economía* y del proceso desamortizador que le es inherente. La expansión de los fondos de inversión como instrumentos eficientes de canalización del ahorro ha abierto una senda muy fructífera para el desarrollo de los fondos de titulización tanto desde el punto de vista de la financiación de las empresas como de las oportunidades de inversión de los propios inversores. Ahora bien, si los fondos de inversión tienen una clara vocación por la intermediación, los fondos de titulización tienden hacia nuevas formas de intermediación no típicas con fórmulas novedosas de transformación de activos, plazos y vencimientos.

Las sociedades económicamente avanzadas precisan cada vez más de vehículos financieros novedosos que les permitan vehicular los flujos propios del mercado financiero de una manera eficiente y, obviamente, sencilla y transparente. Se está produciendo una clara expansión del papel instrumental de las instituciones financieras (fondos de gestión) en detrimento del papel intermediador clásico, redundando favorablemente en la eficiencia asignativa, en la profesionalización de la gestión de activos financieros, en la dilución del riesgo y en el desarrollo de los mercados.



La inmovilización de activos por parte de sociedades anónimas (el sector bancario) es, obviamente, menos transparente y eficiente que la realizada por los vehículos neutros que ponen en contacto los mercados en general con la economía productiva. La titulización, lejos de ser un instrumento que incrementa la denominada burbuja bursátil y el peso de la economía financiera, es un claro instrumento financiador con el que cuenta las empresas productivas, cada vez más globales e interdependientes. La titulización permite la evitación de apalancamientos extemporáneos que limitan la búsqueda de nuevas oportunidades de negocio y la adaptación a los mercados.

En definitiva, el fondo de titulización es el eje patrimonial sobre el que gira todo el proceso para la consecución del objetivo de transformación de activos a través de una nueva fórmula de desintermediación. El fondo es el que asume patrimonialmente la agrupación de créditos que, con carácter oneroso, constituirán su activo.

4.1. NATURALEZA

El fondo de titulización, *prima facie*, es un patrimonio sin personalidad jurídica con dos características esenciales:

- Es un patrimonio independiente. La cesión de la posición acreedora causa baja en el balance de la entidad originadora y alta en la masa activa del fondo. Dicho patrimonio no es predicativo del fondo sino que constituye su propia esencia.
- Es un patrimonio cerrado. Es decir, el fondo tiene una dotación contable inicial invariable en el tiempo. Su estructura temporal está prefijada mediante un calendario amortizativo. El fondo, por consiguiente, tiene una estructura contable sencilla: el activo formado básicamente por la agrupación de créditos cedidos y el pasivo esencialmente representado por los títulos de los bonistas. Ambas masas patrimoniales se constituyen mediante acto único.
- Es un patrimonio sin personalidad jurídica. El patrimonio es el verdadero elemento objetivo del fondo. Los bonistas son los propietarios pasi-



vos del mismo con la forma de cotitular por cuotas acreedoras. *Stricto sensu* es difícil considerar propietario del fondo al bonista, pero concursalmente sí podría considerarse que lo es.

- Es patrimonio sin neto patrimonial. El neto patrimonial debe ser nulo por la naturaleza esencialmente vehicular del fondo de titulización. Las dos grandes masas patrimoniales, de las que está constituido contablemente, son fundadas en acto único: por una parte la agrupación de créditos y, por otra, las emisiones de bonos. Su fin claro es la extinción mediante una cadencia amortizativa previamente planificada.
- No es una *caja negra*. El fondo y la operativa titulizadora asociada a él son, por naturaleza, transparentes. La simplicidad contable y la supervisión que opera sobre él son suficientes como para considerar que el fondo no es una *caja negra* en la que es difícil conocer lo que ocurre desde el punto de vista financiero y de transformación de activos.

4.2. FUNCIONES DEL FONDO DE TITULIZACIÓN

Dado el carácter instrumental del fondo de titulización, su objeto es claro y preciso desde su constitución. Es un instrumento de transformación de activos, de flujos, rendimientos y vencimientos que mantiene una clara vocación contable de equilibrio y absoluta equivalencia de los flujos financieros. Como eje principal del proceso de titulización el fondo es el vehículo de transformación de la posición acreedora en títulos valores, homogeneizando los créditos y aumentando eficientemente su fungibilidad. Básicamente las funciones del fondo de titulización, aunque algunas ya se han adelantado, se podrían enumerar sumariamente como sigue:

- transformación de la agrupación de créditos en títulos valores negociables;
- transformación de vencimientos, plazos amortizatorios, rendimientos;
- nuclear patrimonial y financieramente el proceso de titulización de activos;
- homogeneización de los créditos aportándoles fungibilidad a través de la función transformadora;



- función de neutralidad patrimonial buscando la eficiencia asignativa en el proceso de transformación de activos;
- función vehicular con un fin amortizativo preprogramado según el calendario del proceso de titulización;
- proporcionar un instrumento de financiación no apalancada para las empresas sobreinvertidas;
- poner en contacto a las empresas que precisan financiación con los mercados que, por naturaleza, son más eficientes, profundos, líquidos y transparentes.

4.3. SUJETOS Y AGENTES QUE INTERACTÚAN CON LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN

El SPV, o vehículo de titulización (Special Purpose Vehicle), es la entidad compradora de los activos titulizados. Este vehículo obtendrá la liquidez requerida mediante la emisión de papel comercial de elevado *rating*. Desde su nacimiento con un objetivo claramente vehicular, interactuará con una pluralidad de agentes económico-financieros que ya hemos adelantado con anterioridad.

- **Entidad originadora.** Es la compañía que inicia el proceso de titulización y que vende al fondo su posición acreedora, es decir, los saldos de cuentas a cobrar. No obstante esta entidad vendedora sigue gestionando los saldos como propios sin producirse habitualmente ningún cambio en la gestión ordinaria del portafolio de clientes. Patrimonialmente los activos causan baja en su balance para agruparse en la parte activa del balance del fondo.
- **Entidad mejoradora.** Es la entidad que se ocupa de la mejora crediticia (*credit enhancement*) con objeto de que la emisión alcance un determinado *rating*. Su función es primordial para la consecución de los objetivos de titulización. Las entidades mejoradoras pueden ser, entre otras, entidades financieras, agencias estatales o compañías de seguros.



- **Entidad calificadora (*rating*).** Es la entidad encargada de calificar la calidad crediticia del portafolio cedido y, por consiguiente, la calidad de la emisión de bonos de titulización mejorada.
- **Autoridades bursátiles supervisoras.** Supervisan financiera y legalmente la emisión de bonos que irá destinada a los mercados.
- **Agencia de pagos.** Es la entidad encargada de gestionar los pagos de los intereses de los bonistas.
- **Autoridades bancarias supervisoras.** Son las encargadas de la supervisión en las emisiones asociadas a créditos bancarios.
- **Prestatarios.** Son los deudores primordiales de la entidad originadora que pasan a ser deudores del fondo de titulización. La entidad originadora inicia con ellos un ciclo de negocio que el fondo trata financieramente evitando apalancamientos e ineficiencias.
- **Entidad aseguradora.** Es la entidad que onerosamente dirige y coloca la emisión suscribiéndola por cuenta propia.
- **Entidad depositaria.** Es la entidad que realiza funciones de depósito y custodia en el proceso.
- **Entidades de servicios complementarios.** Se encargan de la auditoría del fondo, de la publicidad de la emisión, etcétera.
- **Entidad gestora.** Es la entidad que jurídicamente representa al fondo y tiene como función primordial la constitución y gestión del mismo.
- **Contraparte de las operaciones de cobertura e inversiones de la tesorería disponible.** Constituyen la contrapartida del fondo en las operaciones de derivados que sirven de cobertura financiera.
- **Bonistas.** Acreedores naturales del fondo. Es difícil concebir al bonista como un copropietario, aunque desde el punto de vista financiero y concursal sí lo es. El fondo, no obstante, no es una *res nullius*. La búsqueda última del propietario del fondo ha de producirse concursalmente; el bonista no es el propietario inmediato sino el propietario último del fondo: sólo manifiesta su titularidad a través de un



proceso de liquidación. La relación de los bonistas con el fondo no es similar para todos ellos. De hecho una forma de mejora crediticia, la más habitual, consiste en la emisión de varios tramos (principal/subordinado) con distinto valor concursal.

4.4. LA NUEVA ECONOMÍA Y EL FONDO DE TITULIZACIÓN

La titulización se corresponde con una modalidad de financiación fuera de balance que permite desamortizar inmovilizado, desapalancar y adaptar las inversiones a nuevas oportunidades de negocio y alternativas de inversión. Su carácter vehicular y con vocación por la eficiencia asignativa lo constituye en un instrumento idóneo para permitir la estructuración económica y financieramente de las empresas ante el nuevo paradigma económico. Son primordialmente los mercados quienes tienen que asumir los riesgos de las nuevas inversiones asociadas a las tecnologías de la información y no las propias empresas a través de apalancamientos financieros que suponen un alto coste de oportunidad y un elevado precio sombra ante la economía digital. Desamortización, despatrimonialización, desapalancamiento empresarial y universalización del riesgo son los hechos de carácter financiero que permite el proceso de titulización ante una nueva sistemática de valoración del riesgo crediticio, cada vez menos basado en garantías patrimoniales y más en la viabilidad de proyectos empresariales. En el tránsito, deben ser los fondos los que deben asumir el papel patrimonializador para conseguir las empresas una mayor operatividad en su ciclo de explotación y maduración. El éxito de las empresas ante el nuevo paradigma que ha incorporado las tecnologías de la información pasa necesariamente por la posibilidad de una estructura de financiación más flexible, un menor apalancamiento y una mayor apuesta por los mercados en una nueva etapa en la que se han trastocado todas las concepciones económicas acerca del valor empresarial.



5. LA IMPORTANCIA DEL RATING O CALIFICACIÓN CREDITICIA. EL RIESGO EN EL PROCESO DE TITULIZACIÓN

5.1. LA CALIFICACIÓN CREDITICIA O RATING

El proceso de calificación *rating*¹ se puede definir como un indicador de referencia expresivo de la capacidad y probabilidad de pago en el momento estipulado, tanto de los intereses como del principal inherente a toda deuda; en síntesis, refleja y etiqueta el nivel de riesgo crediticio soportado por el inversor que ha prestado sus fondos a la entidad que los recibe.

Los procesos de calificación crediticia son el resultado de un estudio y análisis, fundamentados ambos en opiniones imparciales y profesionales, mediante el cual se valora la capacidad de pago de principal e intereses de la deuda contraída por parte de entidades especializadas.

La confidencialidad es el principio básico que permite la existencia de la calificación, ya que las agencias de *rating* tienen acceso a una información que, en definitiva, constituye el entramado financiero de la entidad. La ausencia de este principio provocaría el rechazo de las entidades que han de ser calificadas.

5.2. NOMENCLATURA BÁSICA DE LA CALIFICACIÓN

Las principales agencias de *rating* mundiales son:

- Moody's Investors Service
- Standard and Poor's

Ver notas en la página 70.



- IBCA, Limited
- Fitch Investors Service, L.P.

Todas ellas estadounidenses y de difusión internacional. La más antigua es Standard & Poor's, fundada en 1860, y la más reciente Fitch Investors Service, L.P., creada en 1913.

La nomenclatura empleada por las distintas agencias difiere entre ellas, así podemos destacar las posibles calificaciones que podrían emitir las agencias mencionadas, entre otras, tanto para deuda a largo como a corto plazo:

Tabla 1. Calificaciones de deuda a largo plazo

S&P	Moodv's	Duff & Phelps	Fitch	IBCA	Significado
AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	Bonos de la mejor calidad. La capacidad de pago del interés y de devolución del principal es considerablemente elevada.
AA	Aa	AA	AA	AA	Capacidad muy fuerte de pago de intereses y devolución del principal. Quizá los márgenes no sean tan elevados como en los bonos de la mejor calidad.
A	A	A	A	A	Fuerte capacidad de pago de intereses y devolución del principal. Los factores de protección se consideran adecuados pero son susceptibles de empeorar en el futuro.
BBB	Baa	BBB	BBB	BBB	La protección de los pagos de interés y principal es moderada. La capacidad de pago es adecuada. Las condiciones de negocios adversas podrían conducir a una capacidad inadecuada para hacer frente a los pagos.
BB	Ba	BB	BB	BB	Grado especulativo. El futuro no está asegurado.
B	B	B	B	B	La garantía de pago de los intereses es pequeña. Existe pues un alto grado de vulnerabilidad.
CCC	Caa	CCC	CCC	CCC	Vulnerabilidad identificada con el incumplimiento. Continuidad en los pagos dependiente de las condiciones financieras y económicas favorables. D&P incumplimiento probable.
CC	Ca		CC	CC	Altamente especulativos. Según Moody's incumplen con frecuencia. S&P la asigna habitualmente a la deuda subordinada del emisor con calificación de deuda superior. Fitch considera que es probable el incumplimiento.
D			C, DDD, DD, D	C	Incumplimiento actual o inminente. DDD representa la más alta recuperación potencial.



Tabla 2. Calificaciones de deuda a corto plazo/papel comercial

S&P	Moody's	Duff & Phelps	Fitch	IBCA	Significado
A-1+		Duff 1+	F-1+	A1+	Extraordinaria capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-1	P-1	Duff 1	F-1	A1	Capacidad superior o muy fuerte para pagar en el tiempo debido.
		Duff 1-			Alta capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-2	P-2	Duff 2	F-2	A2	Fuerte capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-3	P-3	Duff 3	F-3		Capacidad satisfactoria para pagar en el tiempo debido.
B, C	No de primera			B1, B2, C1	Grados especulativos. La capacidad para pagar en el tiempo debido podría ser susceptible de sufrir cambios negativos en las condiciones comerciales de incumplimiento.

Fuente: Harvard Deusto

5.3. EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE *RATING* EN EL PROCESO DE TITULIZACIÓN

Las agencias de *rating*, encargadas del proceso de calificación crediticia, desempeñan un papel muy importante en la ejecución y éxito de toda operación de titulización. Tanto es así que Steinman (1998: 47) señala que el mercado ABS ² no podría funcionar sin la calificación.

Su labor consiste fundamentalmente en emitir una opinión, experta e independiente, sobre el nivel de riesgo que asumiría un comprador potencial en una transacción de titulización. La concesión de dicha opinión o graduación permite al inversor efectuar, de forma sencilla, comparaciones entre distintas operaciones y le facilita, de forma considerable, la toma de decisiones (teniendo en consideración el binomio "riesgo/rentabilidad").

Dicha calificación se expresa generalmente utilizando una nomenclatura de letras, que aunque inicialmente el lector pudiera pensar que es similar, tiene significativas diferencias de una agencia de evaluadora con otra como podemos observar en la tablas anteriores.



No obstante, no debemos olvidar que la principal garantía crediticia de los inversores en el caso de la titulización de activos viene dada por los activos sujetos a la operación en sí mismos. Ciertamente podemos, llegado a este punto, confluir con el propio Steinman y afirmar que el mercado de titulización no podría funcionar sin el *rating*, ya que éste le proporciona al mercado información crucial que se traduce en un incremento de la transparencia y eficiencia en su funcionamiento y, por tanto, en una mejora del proceso de formación de precios. Ello nos permite afirmar que, indudablemente, la intervención de una agencia de calificación en cualquier operación de titulización añade valor a la operación en sí.

Respecto al proceso de *rating* de titulización, podríamos decir que consiste básicamente en el estudio de una serie de criterios de análisis que son los siguientes:

- Análisis:
 - Del *due diligence*.
 - Del riesgo de crédito y flujos de caja esperados.
 - Jurídico-fiscal.
- Seguimiento.

5.3.1. Análisis del *due diligence*

Significa análisis de la diligencia debida. En este análisis la agencia de *rating* realiza un minucioso examen de la entidad prestamista con el objetivo de "valorar" la calidad de su estructura organizativa y de los procedimientos de gestión y control. Puesto que la calidad crediticia y los procedimientos de control del originador inciden de forma directa en la probabilidad de incumplimiento de un cliente potencial. Ya que si un crédito se ha aprobado de forma precipitada y no se han verificado adecuadamente variables tales como el nivel de ingresos del prestatario o la estabilidad en su empleo, la operación podría resultar fallida.

El estudio comienza habitualmente con una reunión entre los analistas



de la agencia y los ejecutivos de la entidad responsables de los préstamos objeto de la operación de titulización, siendo su objetivo el determinar la probabilidad de que las características de la cartera seleccionada para la titulización sobrevaloren o infravaloren los resultados de la cartera de activos del originador.

Seguidamente el análisis se centrará en el Plan de Gestión Estratégica y los objetivos de *marketing*, evaluando las distintas políticas seguidas por la entidad ante diferentes circunstancias económicas y sus repercusiones en los resultados actuales.

Normalmente se considera que una excesiva frecuencia en los cambios de orientación de las políticas del prestamista con el propósito de captar nuevas oportunidades de negocio puede afectar a sus estándares de calidad, lo cual podría a su vez, afectar negativamente a las expectativas de futuros fallidos. Igualmente se considera que las agresivas campañas de *marketing* encaminadas a incrementar las cuotas de mercado de los prestamistas suelen tener consecuencias negativas en las previsiones de incumplimiento.

Otra cuestión a considerar en este análisis es la relación existente entre la distribución geográfica de las sucursales o delegaciones del prestamista y la de la cartera seleccionada para la titulización, ya que la cercanía presupone un mejor conocimiento y por tanto un menor riesgo de incumplimientos.

Finalmente se realizará un examen de los criterios de concesión de crédito establecidos por el prestatario, puesto que la calidad crediticia global de la base de clientes del emisor, en términos de probabilidad de incumplimiento e intensidad de la pérdida, ayuda a determinar la curva de pérdida esperada del activo que está siendo objeto de titulización.

Es importante estudiar la evolución histórica de los resultados del propio originador, puesto que parte importante de la predicción de pérdidas futuras se realizará comparando la evolución histórica de la cartera de activos con las condiciones económicas correspondientes, así como las características específicas de aseguramiento y métodos de gestión de cobro del producto en cuestión.



Lo ideal es que los datos procedan de la cartera del originador, incluidas titulizaciones anteriores que el originador pueda estar gestionando en la actualidad.

El análisis del *due diligence* permite asegurar que se ha efectuado una correcta evaluación del activo colateral, y, por supuesto, los inversores recibirán una adecuada explicación de la operación titulizada.

5.3.2. Análisis del riesgo de crédito y flujos de caja esperados

Se trata de realizar un estudio de las características específicas de la cartera de créditos de la entidad de cara a determinar las pérdidas potenciales, a realizar la clasificación y posterior selección de los más adecuados para incluir en la operación de titulización. En este análisis, los expertos deberán centrar su atención en las condiciones contractuales de los activos, con especial atención al calendario previsto para la amortización del principal y el pago de intereses; de este modo se pueden calcular los flujos de caja derivados de los activos en cuestión.

Fundamentalmente, podemos hacer alusión a las principales modalidades de préstamos que podemos hallar en el Activo de una entidad de crédito, desde el punto de vista de la calificación y atendiendo a la variabilidad de su tipo de interés (vid. epígrafe 3.4. Activos susceptibles de titulización):

1. Préstamos a tipo fijo:

Nos referimos a aquellas operaciones en las que prestamista y prestatario acuerdan un tipo de interés que permanecerá constante durante toda la vida del préstamo. Esta es la modalidad más usual en los préstamos al consumo y, generalmente, se materializan mediante pagos constantes durante toda la vida del préstamo (generalmente amortizable mediante el sistema francés).

Desde el punto de vista del prestatario, los préstamos a tipo fijo se consideran menos arriesgados que los préstamos a tipo variable, debido a



que éste conoce desde el principio de la operación el vencimiento e importe exacto de los pagos a efectuar, permitiendo un mejor ajuste a las disponibilidades previstas; en cambio en el caso de los préstamos a tipo variable desconoce con exactitud lo que le va costar el préstamo y por tanto puede deteriorarse su capacidad de hacer frente a los pagos en el caso de una subida de los tipos de interés. Algo similar sucede desde la óptica de la entidad financiera (prestamista), puesto que en el caso de los préstamos a tipo fijo conoce a priori la rentabilidad que le permitirá obtener la operación, mientras que en el caso de los préstamos a tipo variable aquella dependerá de la evolución de los tipos de interés, previsible a veces en el corto plazo, pero no tanto en un amplio horizonte temporal.

Sin embargo, esta incertidumbre se puede solventar mediante mecanismos de cobertura como *caps* y *floors*.

2) Préstamos a tipo variable

Tal y como ya hemos comentado con anterioridad, son aquellos cuyo montante de pago puede variar después del origen del préstamo debido a que ambas partes, prestamista y prestatario, acuerdan hacer depender el tipo de interés de la operación de algún índice más un diferencial.

En estas ocasiones, los analistas centran su atención en la correcta especificación del índice de referencia y su previsible evolución³, así como en las repercusiones que sobre la capacidad de pago de los prestatarios tendrá dicha evolución, siendo, en este punto, especialmente relevante la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.

Otra cuestión a considerar en el análisis del riesgo de crédito de una cartera de préstamos es el llamado concepto de estacionalidad, consistente en determinar la "edad actual" del préstamo. En otras palabras, se considera que un préstamo que se encuentra en el periodo final de su vida y que goza de una historia de pago impoluta es menos arriesgado que otro del que aún se carezca de información adicional sobre su evolución histórica en los pagos y que aún no ha superado el denominado "periodo de fallido".



Resulta también interesante el análisis de la relación entre las cantidades a pagar y el calendario de dichos pagos, deduciéndose que los prestatarios que se comprometen a efectuar pagos de mayor importe en préstamos a corto plazo suelen gozar de mayor capacidad financiera que aquellos que no adquieren dicho compromiso.

Además de todo lo comentado anteriormente, una parte importante de la predicción de pérdidas futuras se realiza en base a la evolución histórica de los fallidos de la cartera, considerando siempre las condiciones económicas vigentes en cada momento. Para tal fin, es fundamental que los analistas puedan disponer de:

- el historial de fallidos y morosidad de la cartera de activos del emisor;
- información acerca de la experiencia pasada del emisor sobre duración y coste de los recobros efectuados;
- información sobre adquisiciones de carteras de créditos que, al no ser otorgadas inicialmente por el emisor, pudiera desajustar las expectativas de fallidos (típico en entidades que absorben a otras);
- la previsión actual del emisor de pérdidas futuras ⁴.

La generación de esta información será posible gracias a la capacidad de los sistemas informáticos y de gestión del emisor en el proceso de datos.

5.4. ANÁLISIS JURÍDICO-FISCAL

Este análisis se realiza puntualmente para cada operación de titulización con el propósito de tener en cuenta la normativa aplicable y el tratamiento fiscal de la operación. (Respecto a la normativa aplicable ya se ha realizado en el epígrafe 9.1. y 9.6.)



5.5. SEGUIMIENTO

Esta última fase del análisis tiene su razón de ser en la concepción del *rating*, no desde un punto de vista histórico, sino como un proceso (el de calificación del nivel de riesgo) que se orienta al futuro y que requiere de un seguimiento continuo del comportamiento de la estructura y de los activos que la soportan.

Resultará de especial interés el seguimiento de la gestión de cobros, así como de las políticas y procedimientos de cobro que determinan qué parte del flujo de caja se demorará o se perderá en la cartera de activos.

Los prestamistas suelen cerciorarse, antes de la concesión de un préstamo, del control de los pagos. Ésto se realiza mediante un análisis previo de la corriente de fondos de la cuenta del prestatario así como de la obligación para éste de efectuar sus ingresos en ella; tal es el caso de la domiciliación de nóminas en el caso de los trabajadores por cuenta ajena.

Así mismo se efectuará un seguimiento de los procesos aplicados en la gestión de cobros de las cuentas morosas, prestando especial atención a la determinación del tiempo de recobro o recuperación y sus costes en términos financieros, que posteriormente podrían acabar convirtiéndose en pérdidas para los inversores.

En síntesis, podemos considerar el riesgo como un elemento más de toda operación de titulización. Los *ratings* crediticios miden la calidad crediticia global de un instrumento de endeudamiento, en términos de la probabilidad de recepción de interés y principal al vencimiento. Ciertamente aportan una base mediante la cual el inversor comparar el riesgo de crédito de gran cantidad de emisiones diferentes.

Este riesgo puede ser evaluado por las agencias de *rating*, que se convierten en un elemento fundamental en el diseño de la operación y sin cuya participación difícilmente alcanzarían la necesaria confianza de los mercados financieros y, en especial, de los inversores.



Notas Capítulo 5

¹ El rating se distingue de la *auditoría*, ya que ésta última tiene por objeto evaluar la situación patrimonial, en un momento dado, ajustándose a los *principios de contabilidad generalmente aceptados*, mientras que el *rating* implica realizar un análisis pasado, presente y futuro de la entidad calificada, de acuerdo con determinados criterios.

² Asset Backed Securities.

³ El analista centra su atención en otras cuestiones adicionales, también importantes, tales como si el prestatario puede extender la duración del préstamo, en caso de no poder hacer frente a los pagos, la frecuencia con la que aquel puede ajustar la tasa de interés o el ajuste máximo permitido en el pago.

⁴ La evidencia histórica ha demostrado que un gran nivel de atención en la concesión de cada operación, está correlacionada con unas menores pérdidas. Es por ello muy importante, en el proceso de *calificación crediticia*, determinar y evaluar la forma en que el originador habitualmente aprueba operaciones a sus clientes.



6. LA MEJORA CREDITICIA

La mejora crediticia es un elemento capital en los procesos de titulización; sin ella es difícil que llegue a tener éxito la mayoría de los procesos incoados. Se podría decir sin reparo alguno que todo proceso de titulización conlleva algún sistema de cobertura o componente de mejora crediticia que lo hace viable, pues no hay que olvidar la existencia de los múltiples riesgos vinculados con el trámite titulizador, v.gr., riesgo de impago, de mora, de cancelación anticipada, de transformación... La incorporación de estos componentes supone obviamente el incremento del *rating* de las emisiones y, por consiguiente, una menor carga para el fondo en términos de flujos de caja pasivos. Sin elementos de mejora el fondo tendría que incrementar el servicio de la deuda comprometida con el inversor para hacerla atractiva a los mercados. La mejora crediticia permite que no todo el riesgo del proceso recaiga en los bonistas, hecho que pone de manifiesto que las entidades financieras no quedan al margen del proceso una vez vendido el portafolio al fondo de titulización. Es más, mantienen proactivamente una actividad de capital importancia en el proceso de titulización en capítulos que van desde el asesoramiento, el depósito o la gestión tesorera, hasta los de aseguramiento, cobertura, &c. A través de la titulización, las entidades se especializan aún más en la gestión del crédito, diversifican su riesgo y profundizan en los procesos de intermediación financiera, tanto desde el punto de vista de la transformación de activos como en el de la oferta de servicios financieros.

Por mejora crediticia, en un proceso de titulización, se entiende las coberturas o garantías que se definen y aplican en algún momento del tracto de la operación, al margen de la propia garantía concursal que ofrece el colateral, con objeto de garantizar el cumplimiento de los compromisos adquiridos en última instancia con el inversor final, es decir, con el bonista particular o institucional que accede a los mercados en demanda de papel de



titulización. La mejora crediticia es un elemento que contribuye decisivamente al aumento de la mejor y más eficiente asignación de los riesgos. No obstante, en ningún caso la mejora se refiere a los riesgos propios e inherentes a la generalidad de títulos negociables como, *verbi gratia*, el riesgo de liquidez. De ahí la importante necesidad de la existencia de mercados de deuda privada eficientes, transparentes y profundos para que se puedan desarrollar con mayor énfasis en el futuro los procesos de titulización. Sin mercados de deuda privada maduros es difícil que arraigue profundamente este claro exponente de innovación financiera.

Existe una amplia variedad de instrumentos y sistemas de mejora crediticia al uso, y, con toda probabilidad, esta industria de aseguramiento y de cobertura va a ir ampliando su gama de oferta con importantes innovaciones financieras cuyo desarrollo será paralelo a la evolución de los mercados y de los procesos de titulización de activos. Si es difícil censar los activos que son susceptibles de titulización, y más cuando se han abierto ingentes vías para la innovación financiera en esta materia, aún es más difícil censar los instrumentos de mejora crediticia aplicables a los procesos de titulización. No obstante vamos a hacer un esfuerzo por enumerar los más importantes sin ánimo de ser exhaustivos, y advirtiéndolo, eso sí, que no se tiene que dar un único instrumento de cobertura sino que mayoritariamente se darán casos de combinación de diferentes técnicas de mejora crediticia en un único proceso de titulización. Sin este *mix* de amparo difícilmente se lograría dar una cobertura aceptada por los mercados.

Existen muchos criterios de clasificación de los mecanismos de mejora crediticia en los procesos de titulización. Se pueden clasificar bien atendiendo al criterio del emisor de la garantía (entidades financieras, entidades aseguradoras, organismos de derecho público, los bonistas del tramo subordinado...), bien atendiendo a la naturaleza de los instrumentos financieros utilizados para estructurar la garantía (líneas de crédito, pólizas de seguro, avales...), etcétera. En nuestro caso particular, y dado que nuestro objetivo es ofrecer una composición de lugar global de los procesos de titulización, vamos a ceñirnos a una clasificación atendiendo a la finalidad de las garantías prestadas por los agentes mejoradores según la etapa en que nos hallemos dentro del proceso titulizador. Distinguiremos por consiguiente tres



grandes rúbricas tipológicas (pregarantías, garantías de diseño y garantías operativas).

6.1. PREGARANTÍAS

En esta rúbrica subsumiremos todas aquellas garantías que son previas al diseño del proceso de titulización y que tienen como objetivo prioritario la salvaguarda de los flujos de caja originarios. El hecho de que sean previas al diseño de la operación no quiere decir que sean ajenas al mismo pues muchas de estas garantías no se exigirían o materializarían si no existiera en el horizonte la posibilidad de titular.

- Precobertura del colateral. Es la garantía primigenia de los activos a titular. Es una garantía no sucedida sino original, puesto que ya formaba parte del portafolio cedido por la entidad originaria al fondo de titulización. El ejemplo prototípico es el referido a los inmuebles establecidos como garantía real en los préstamos hipotecarios titulizados. Consecuentemente podríamos hablar de los seguros multirriesgo/incendios, que dan cobertura a los inmuebles en garantía en materia de siniestros, como instrumento de mejora para este caso.
- Garantías originarias asociadas a los préstamos individualizados que generan los flujos de caja activos para el fondo. Nos referimos obviamente a los casos en los que lo que se titula es un crédito de una entidad financiera. Hablamos de los seguros de amortización de préstamos, de los seguros de desempleo que dan cobertura de las deudas bancarias...

6.2. GARANTÍAS DE DISEÑO

Nos referimos al conjunto de garantías que constituyen el núcleo duro del diseño del proceso de titulización. Son las garantías estructurales (no operativas) con las que se dota a la operación en su planificación y proporciona la viabilidad teórica *ab initio*.



- Emisiones de tramos subordinados. La emisión de series subordinadas que soporten el riesgo crediticio de las emisiones *senior* permite una asignación del riesgo más eficiente. Este sistema de segmentación de los bonistas conlleva un reparto desigual del riesgo entre los mismos, por lo que la remuneración de sus títulos tendrá que ser necesariamente diferente para cada tramo. La serie subordinada tendrá un mayor vencimiento, un menor *rating* y, consecuentemente, una mayor remuneración puesto que concursualmente queda relegada de la serie principal. Esta forma de cobertura predomina sobre las demás en aquellos mercados en donde la titulización se halla en una etapa más madura. La madurez del mercado de recepción es un requisito capital para que tengan éxito las emisiones trameadas en series *senior* y series subordinadas.
- Constitución de un fondo de reserva. Mediante el mismo se atenderían los desfases temporales entre los flujos de caja esperados (crediticios) y los flujos de caja comprometidos (servicio de la deuda con los bonistas) con objeto de garantizar la remuneración del inversor final. Dicho fondo se dotaría a lo largo de la vida del fondo con la diferencia entre ambos flujos que, financieramente, no serían equivalentes.
- Cobertura establecida por organismos e instituciones de derecho público. Mediante esta fórmula hablamos de una mera garantía de aval o crédito que tendría la garantía del erario público. Este tipo de mejora permitiría igualar la remuneración del bonista a la de los inversores en deuda pública, sin tener que pagar una sobreprima por ser títulos de deuda privados.
- Garantía de una entidad financiera o aseguradora. En este sentido se abre un abanico de posibilidades para las entidades financieras que ya no son sólo originadoras sino también mejoradoras, aseguradoras, etc.
- Garantía de una entidad financiera a través de la suscripción de deuda subordinada. Esta deuda no se amortiza hasta el final, tras la liquidación del fondo de titulización.
- Sobrecolateralización o sobrecobertura. Mediante esta técnica de mejora se venden flujos de caja activos con un valor financiero superior al nominal, hecho que permite el establecimiento de un colchón de cobertura a través del cual se garantiza el servicio de la deuda comprometida



con el inversor.

- Constitución de un fondo de reserva que atienda los desfases entre los flujos de caja esperados (crediticios) y los flujos de caja comprometidos (servicio de la deuda con los bonistas).
- Pacto de recompra de la cartera del fondo de titulización al llegar a un nivel de amortización.
- Aseguramiento. Mediante el mismo una entidad, generalmente financiera, se compromete onerosamente con el fondo a que la emisión del papel titulado va a ser totalmente colocado, es decir, adquirido por los inversores. No se trata estrictamente de una cobertura para el inversor final sino para el proceso titulizador en su conjunto.
- Retraso de la emisión de papel titulado hasta acumular los flujos suficientes para la dotación de un fondo de reserva que garantice el servicio de los compromisos pasivos con los bonistas.
- Compromiso de recompra por parte de las entidad financieras mejoradoras del portafolio cedido pendiente de amortizar al llegar a un cierto nivel amortizativo.

6.3. GARANTÍAS OPERATIVAS

Son las garantías meramente funcionales de que dispone el fondo. No en todo momento es clara la línea divisoria entre las garantías de diseño y las garantías operativas. Entre las principales podemos citar las siguientes:

- Cuenta tesorera de liquidez que mantiene el fondo con alguna entidad financiera.
- Financiación de tesorería al fondo de titulización para atender los desfases temporales entre los flujos de caja pasivos y activos. Se pueden utilizar líneas crediticias abiertas en entidades de crédito.
- Permutas financieras que permitan dar cobertura de las diferencias entre los flujos de caja activos y pasivos.



- Cobertura a futuro (opciones, permutas financieras...) de inversiones típicas de tesorería del fondo de titulización.

El mecanismo más usual consiste en la estructuración de las emisiones de papel titulado en tramos *senior* y subordinados con objeto de que los tramos secundarios soporten el riesgo de la emisión principal. No obstante, y como hemos advertido más arriba, más que un único instrumento de mejora para todo un proceso que de por sí es complejo, se suele utilizar una combinación estructurada de ellos que sea internamente compatible y óptima para el conjunto del proceso. Es de destacar asimismo, y a la luz de la presente enumeración de instrumentos de mejora, que el papel de las entidades financieras es fundamental en la mayoría de ellos. Son precisamente las entidades financieras las principales encargadas de crear instrumentos de mejora crediticia a través de la innovación financiera y la industria de mejora.



7. LA TITULIZACIÓN Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

La titulización, valorización o *securitización* es un proceso financiero que consiste, básicamente, en la transformación de activos en valores negociables. Estos valores pueden, a su vez, ser transmitidos, cedidos o vendidos a inversores.

En general, existen dos modalidades de Titulización de activos, en función de quien asume el riesgo de impago del activo colateral:

1. Titulización dentro de balance o sin transferencia de riesgo.
2. Titulización fuera de balance o con transferencia de riesgo.

La primera se basa en la emisión por la entidad de crédito de títulos con la garantía de los activos que conforman su cartera, como es el caso de los créditos hipotecarios. En esta modalidad no hay transferencia del riesgo de impago del activo colateral al tenedor del título, y la entidad de crédito mantiene en balance tanto el activo como el pasivo emitido.

En la segunda, la titulización es realizada por una institución independiente, denominándose en España fondo de titulización, que compra los activos subyacentes a la entidad de crédito y, simultáneamente, emite títulos llamados bonos de titulización. El activo titulado causa baja en el balance de la Entidad de crédito transmitiéndose el riesgo al tenedor final del bono.

Los bonos son títulos de renta fija homogéneos y susceptibles de negociación en los mercados de valores organizados. Cuando el activo a titular es un crédito o un préstamo con garantía hipotecaria, entonces se habla de titulización hipotecaria.



Las preferencias por una u otra modalidad difieren según países y culturas financieras; así, los países anglosajones y Japón tienen más difundida la titulización fuera de balance mientras que la Europa continental usa fundamentalmente la titulización dentro de balance, probablemente como consecuencia de la mayor bancarización de los sistemas financieros.

7.1. EVOLUCIÓN GLOBAL DE LA TITULIZACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La titulización nace en el mercado hipotecario de Estados Unidos en 1970, extendiéndose desde entonces a otros mercados hasta convertirse en una característica diferenciadora de los mercados desarrollados, fundamentalmente anglosajones.

En un estudio realizado en 1992 por la Federación Hipotecaria Europea, se efectuó una comparativa entre los países miembros de la entonces C.E.E., estableciendo tres categorías de países:

1. Países de titulización posible y se emplea: Reino Unido, Francia y España
2. Países de titulización posible pero complicada: Alemania, Dinamarca, Italia, Irlanda y Países Bajos.
3. Países de titulización imposible: Bélgica, Grecia, Luxemburgo y Portugal.

La comparativa de nuestro país y su entorno económico muestra un escaso desarrollo de los procesos titulizadores, a pesar de estar autorizados desde 1981; de tal manera que en 1997 el *ratio* emisiones de títulos respecto del P.I.B mostraba un exiguo 0,15%. No obstante, es muy ilustrativo del escaso desarrollo de estos procesos el porcentaje alemán que era incluso inferior al nacional. Por otra parte, es reveladora la diferencia tan importante entre el *ratio* de los Estados Unidos y la Unión Europea, indicador de las importantes expectativas que los procesos titulizadores van a tener en el futuro.



Emisión de valores procedentes de titulización

Zona	Mm. \$	% PIB
Estados Unidos	706,2	9,03
Total UE	45,3	0,56
Holanda	6,8	1,87
Reino Unido	23,8	1,86
Francia	11,4	0,82
Bélgica	1,5	0,62
España	0,8	0,15
Italia	0,9	0,08
Japón	3,1	0,07
Alemania	0,1	0,01

Fuente: OCDE. *International Securitisation Report y Main Economic indicators (PIB)*

Entrando en el análisis de los procesos titulizadores en los mercados financieros nacionales, descubrimos un desarrollo caracterizado por ser escaso y desigual en referencia al mercado de deuda pública anotada y bursátil como se muestra a continuación:

Saldos vivos en los mercados financieros españoles (mm.)

Año	Activos titulizados	Renta fija privada	Deuda pública anotada	Capitalización bursátil	Cdtos con Gar. Real
1995	1.281	7.495	31.153	17.144	18.713
1996	1.181	8.002	35.952	23.836	21.229
1997	1.386	9.183	38.557	34.596	25.146
jun-98	1.607	9.662	41.017	46.208	27.582

Fuente: Banco de España

Esta situación no se corresponde con las expectativas creadas tras la autorización de los procesos titulizadores en 1981, y aún más si consideramos el importante volumen de activos titulizables disponibles en junio de 1998, que alcanzaba la cifra de 27,5 billones de pesetas y de los que fueron titulizados tan sólo el 5,83%



7.2 EVOLUCIÓN DE LA TITULIZACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

El análisis del escaso desarrollo de los procesos titulizadores en los mercados financieros nacionales nos lleva a fijar dos razones principales:

1. La estrechez y escasa liquidez de los mercados de renta fija en España.
2. Un tardío desarrollo de la normativa reguladora de estos.

La titulización dentro de balance surge en España con la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, que dota a las Entidades de crédito de la posibilidad de emitir bonos y cédulas hipotecarias con garantía de los créditos hipotecarios.

La titulización fuera de balance se regula en 1992 en el ámbito hipotecario con la creación de los fondos de titulización hipotecaria. Se completa dos años después, en 1994, con la Titulización de los activos procedentes de la moratoria nuclear que figuraba en los balances de las compañías eléctricas y que nace al amparo de la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de ordenación del sistema eléctrico nacional. Finalmente, mediante el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, a través de los F.T.A. (fondos de Titulización de activos).

La mayor regulación de la titulización fuera de balance consigue un doble objetivo: en primer lugar flexibilizar los mercados primarios de emisión de valores, y en segundo, liberalizar los mercados financieros, haciéndolos más competitivos. La última consecuencia es restaurar el equilibrio de los balances bancarios dada la situación actual de *destrucción* del pasivo tradicional que vivimos.



7.3. NOTAS SOBRE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA EN 1999

Respecto a los mercados primarios, se acentuaron las tendencias iniciadas en 1998 en cuanto a los volúmenes emitidos de renta fija. Así, las emisiones de las administraciones públicas (AA.PP) han continuado con el proceso de desaceleración iniciado en 1998, mientras que las emisiones del resto de sectores residentes han consolidado su crecimiento, de tal manera que el volumen neto de sus emisiones se ha incrementado más del doble que el de las AA.PP. Este crecimiento en los emisores residentes es explicable tanto por un mayor dinamismo de las operaciones de titulización como por la entrada en el mercado de nuevos emisores e instrumentos.

Los mercados secundarios españoles de deuda continuaron creciendo en la mayoría de los segmentos, aunque con diferencias apreciables según los casos, en parte como reflejo de la diferente evolución de los distintos mercados primarios. En el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos financieros (AIAF) de renta fija, los volúmenes negociados han consolidado el ascenso que se produjo durante el cuarto trimestre de 1998. Así, en los tres primeros trimestres del 1999 los volúmenes han triplicado los registros del mismo período del año anterior. Las operaciones con cédulas, bonos y obligaciones han continuado concentrando la mayor actividad del mercado gracias al dinamismo de las operaciones con bonos de titulización, cuyos volúmenes han representado alrededor de la mitad de la negociación total en el mercado de la AIAF, es decir, unos 5500 millones de euros (926 mil millones de pesetas).

7.4. CONSECUENCIAS DE LA EXPANSIÓN SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

Algunas de las consecuencias más directas de la expansión futura de los fondos de titulización de activos sobre el sistema financiero se comentan a continuación.

1. Contribuirá a aumentar el tamaño y profundidad del mercado primario de renta fija privada, que en la actualidad se encuentra muy poco desa-



rollado, siendo preciso un impulso del mismo en el marco del menor crecimiento de las emisiones de deuda pública y de expansión de la demanda de valores negociables como resultado del auge de la inversión institucional.

2. Permitirá compensar, al menos en parte, el desequilibrio en la financiación de las entidades de crédito, especialmente acusado a lo largo de 1997 y primeros meses de 1998, como consecuencia de la ralentización del crecimiento de los depósitos bancarios, por la fuerte expansión de los fondos de inversión y del aumento del crédito bancario. La nueva normativa, al amparo del Real Decreto 926/1998 de 14 de mayo, abrirá la posibilidad de transformar activos sin garantía real, como los créditos comerciales, préstamos personales, deudores por tarjetas de crédito, arrendamientos financieros y saldos morosos, que en su conjunto (34,4 billones) suponen un volumen superior al de los créditos hipotecarios (25 billones).
3. Finalmente, permitirá aumentar el volumen total de activos en garantía para las operaciones de intervención monetaria, en la medida en que los pasivos de los FTA se encuentren en las carteras de las entidades de crédito. En efecto, los bonos de titulización de activos serán aceptados como colateral en las operaciones de crédito del SEBC, Sistema Europeo de Bancos Centrales, en alguno de los casos siguientes:
 - exista un activo subyacente con garantía real;
 - el *rating* de una agencia de calificación internacional sea suficientemente elevado;
 - exista algún banco central nacional que considere la calidad crediticia de los bonos de Titulización suficiente para ser aceptados como garantía en las operaciones de intervención monetaria.



7.5 CONSECUENCIAS PARA EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

La titulización implica a largo plazo la disminución de los costes de la intermediación bancaria y por extensión repercutirá directamente en los elementos del sistema financiero:

1. estimulando la competencia entre las entidades en la búsqueda continuada de la eficiencia;
2. trasvasando riesgos, lo que permite reducir las dotaciones, y en consecuencia, los costes atribuibles a esta figura de tan elevada trascendencia en el balance de las entidades de crédito;
3. aumentar la posibilidad de negocio, en base a la mayor oferta de fondos prestables, a un menor coste y con un menor riesgo de concentración.

El aumento de fondos se traduce en la mayor eficiencia del sistema financiero en su función básica, canalizar los recursos financieros desde las unidades con superavit tesorero hacia aquellas con déficit en las mejores condiciones de volumen, plazos y costes.

La titulización puede, en definitiva, acortar el circuito crediticio o suponer desintermediación directamente, pero en última instancia desplaza volúmenes de financiación del mercado crediticio al mercado de capitales, promoviendo un cambio para el sistema financiero que es preciso conocer, desplazando el objetivo normativo y supervisor desde las entidades hacia los mercados.

7.6 RIESGOS PARA EL SISTEMA FINANCIERO

La financiación a través de las emisiones de títulos en el mercado de capitales implica ciertos riesgos para el sistema que deben ser tenidos en cuenta. Son fundamentales los que a continuación se describen:

1. El riesgo de impago que debe ser contrastado externamente, buscando un doble objetivo indivisible; proteger y evaluar. Proteger a los



ahorradores que en última instancia son los destinatarios de este tipo de valores mediante la conveniente evaluación del riesgo, amparada en la externalización de la calificación del mismo. En última instancia este proceso supone un coste para la emisión.

2. El riesgo derivado de aquellos activos crediticios sin cobertura de recursos propios que además obligan a reforzar el control de solvencia de las operaciones fuera de balance.
3. Los condicionantes derivados de la demanda de títulos que puede perjudicar a los prestatarios potenciales por la exclusión que de sus operaciones puedan llevar a cabo las entidades. En esta situación el mercado suplantaría de manera ineficiente la función de transformación encomendada al intermediario financiero.

7.7 CONCLUSIÓN

En la mayoría de los mercados financieros, el impulso de la titulización ha estado motivado por el impulso de la financiación de la economía, en concreto del mercado hipotecario, considerado prioritario en pos de una mayor eficiencia en política de vivienda, elemento fundamental de la política económica de los gobiernos. No obstante el desarrollo en el caso español no ha sido el esperado en función de la evolución del mercado de renta fija.

Pero los mercados están listos, y como comentaba recientemente José María Iceta, consejero delegado de Natwest España, la titulización de activos será el producto estrella en España, dando al inversor la posibilidad de invertir en otros activos muy atractivos, propiciando que el sector privado financie elementos hasta ahora reservados a la inversión pública.

En definitiva, los pilares fundamentales para el adecuado desarrollo están puestos, por un lado el marco normativo existe y se ha ido actualizando adecuándolo a la realidad de nuestro entorno, y por otro, los mercados financieros gozan de buena salud y un comportamiento auténtico de mercado, beneficiados sin duda por el pacto de estabilidad y crecimiento, la marcha general de la economía en los últimos años y por la progresiva disminu-



ción del peso de la deuda pública.

Por tanto, la perspectiva de una mayor demanda de bonos de titulización comienza a tomar sentido, tal que si es atendida satisfactoriamente por los oferentes, puede dar lugar a la creación de un circuito de actividad financiera en el que puedan entrar nuevos inversores que aumenten la liquidez del mercado y provoque una velocidad sin retroceso de toda la actividad titulizadora.



8. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

8.1. PRINCIPALES LIMITACIONES AL AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

La ampliación del capital social constituye una importante alternativa de financiación para las entidades financieras. Sin embargo, existen diversas variables a tener en cuenta en la elección de la vía de financiación a emplear:

- las exigencias legales de capital;
- el coste de la financiación empleada;
- la necesidad de recursos;
- la rentabilidad inherente;
- la remuneración al accionista;
- la calificación crediticia o *rating*.

Estas limitaciones obligan a las entidades, en muchas ocasiones, a la puesta en práctica de una estrategia de diversificación de sus fuentes de financiación.

Respecto de los Fondos Propios podemos señalar que el capital total de los bancos, tal y como está definido por el Comité de Basilea ¹, está constituido por:

- Fondos propios de base: Tier 1.
- Fondos propios complementarios: Tier 2

Ver notas en la página 99.



El capital total² ha de representar al menos el 8% del total de los activos ponderados (Ratio Cooke³), según las reglas establecidas por el propio Comité de Basilea que se muestran en la Tabla 1.

Tabla 1. Componentes y exigencias de los Fondos Propios de una Entidad Financiera

COMPONENTES	EXIGENCIAS
FONDOS PROPIOS DE BASE (TIER 1)	
• Acciones ordinarias • Acciones preferentes perpetuas no acumulativas	El Tier 1 debe representar, al menos, el 50% del capital total mínimo requerido (8%).
UPPER & LOWER (TIER 2)	
• Upper: Deuda perpetua o acciones preferentes con intereses acumulativos	En suma, el Tier 2 no puede sobrepasar el importe del Tier 1.
• Lower: Deuda subordinada no perpetua con intereses acumulativos.	El Lower Tier 2 no puede representar más de la mitad del Tier 1.

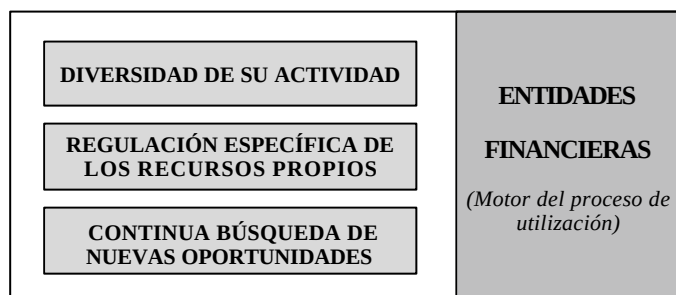
Fuente: Elaboración propia



8.2. UNA ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN: LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

El papel de las entidades financieras en el proceso de titulización es crucial, puesto que permite superar las limitaciones inherentes a otras alternativas de financiación disponibles.

Figura 1. Razones por las que la titulización es una interesante alternativa de financiación



Fuente: Elaboración propia

La titulización de activos permite a las entidades financieras mejorar sus ratios de solvencia, su estructura de liquidez y financiación, e incluso ampliar y potenciar determinadas líneas de negocio, fomentando de ese modo la expansión. Se trata de una figura que permitirá en los años venideros, y unido al incremento considerable de la competitividad en el entorno UEM, la realización de un giro transcendental en las estructuras de financiación de las entidades financieras, así como la recarterización de las carteras originada por la llegada de nuevos flujos de papel que llegarán a los mercados para satisfacer la demanda de inversores institucionales. Por tanto, y desde el punto de vista de las entidades financieras, este fenómeno puede constituir un interesante instrumento mediante el cual fomentar la imagen de modernidad mediante el aumento de su capacidad de innovación. En este sentido, el principal problema que podemos hallar es el de la salida de recursos de balance (mediante la desintermediación financiera) y el continuo trasvase de fondos hacia la inversión colectiva.



Si bien es cierto que la posibilidad de titularizar activos no hipotecarios es una alternativa de gran interés tanto para empresas financieras como no financieras, ésta no constituye la solución a todos los problemas de liquidez y financiación a los que, en ocasiones, se enfrentan las entidades financieras. No obstante, la aparición de la nueva normativa sobre titulización ha supuesto una bocanada de aire fresco que equipará a esta figura con otras fuentes alternativas de financiación. La casuística y la evaluación de costes serán los elementos determinantes para la toma de decisiones relativas a procesos de titulización.

Como ya hemos mencionado, antes de la aparición del R.D. mencionado, la titulización era aplicable únicamente a activos con garantía hipotecaria, y como excepción, a los activos afectos a la moratoria nuclear. La aparición de dicha norma trajo consigo la posibilidad de titularizar cualquier tipo de activo (presente o futuro) generador de flujos de caja identificables y predecibles. El nuevo marco normativo fomenta la titulización de activos caracterizados por la homogeneidad e identificabilidad o predictibilidad de sus flujos de caja. Surge así la posibilidad de titularizar activos o derechos de cobro exóticos, tales como la producción de películas, etc. (ver epígrafe 3.5. Experiencias de titulización no hipotecaria fuera de España).

Como ya ha quedado suficientemente claro, la titulización de activos consiste en la transformación de derechos de crédito en valores negociables garantizados por dichos créditos mediante su extracción del balance y la transferencia de los riesgos a los inversores. Se puede entender, en tal caso, como un ejemplo claro de desintermediación financiera, debido fundamentalmente a dos razones [Valero, 1998]:

1. Se produce la sustitución del crédito por valores.
2. Se asiste de forma directa a los mercados de valores⁴, con independencia de que para poder realizarla se necesite del artificio que ofrecen los fondos de titulización de activos en España.

La titulización es un fenómeno que implica la alteración de las características primitivas de los derechos de crédito a los que afecta. Tales modificaciones se pueden resumir en:



- El vencimiento: que no ha de coincidir en los derechos crédito que se ceden con los que resultan de la titulización en sí misma.
- La frecuencia de los pagos: de tal manera que intereses mensuales en los derechos de crédito, podrían transformarse en valores negociables con intereses anuales.
- La variabilidad de los tipos de interés: que podrían convertirse de fijos a variables, o viceversa.
- El riesgo inherente: crediticio, de tipo de interés, etc.
- La calidad crediticia: aspecto más valorado en la medida en que el sistema financiero estime el papel de las agencias de *rating*.
- La moneda: de denominación de ambos elementos que no tiene por qué coincidir.

Las entidades financieras, tradicionalmente, han basado su negocio en actividades de intermediación entre aquellas unidades de gasto con superávit monetario y aquellas otras con déficit, permitiendo satisfacer las necesidades tanto de prestamistas como de prestatarios y creando utilidades de tiempo y forma.

Estas entidades captaban recursos en forma de depósitos y emitían préstamos, realizando un proceso de transformación de los activos emitidos que se convierten de esta forma en títulos de distintas características a los originales

Si analizamos el balance de una entidad de financiera observaremos que en su activo predomina el largo plazo frente a un pasivo dominado por el corto plazo, resultando, por tanto, su fondo de maniobra negativo. Esta circunstancia resulta altamente peligrosa, en especial ante posibles subidas de tipos de interés a corto plazo, lo cual implicaría pagar más por los recursos captados en el corto plazo mientras que los préstamos a largo plazo no sufrirían este efecto en la misma medida.

Llegado este punto resulta obligatoria la referencia a la evolución más



reciente de los tipos de interés en los países de la U.E.M., donde, tras un largo periodo de continuas bajadas, podríamos decir que se ha alcanzado una etapa de relativa estabilidad, que según previsiones podría verse alterada con próximas subidas, motivadas tanto por la situación internacional como por la evolución de las economías internas europeas.

Otra cuestión que ha impulsado considerablemente el proceso de desintermediación financiera, ha sido la reducción del margen de intermediación fruto de la evolución, ya comentada, de los tipos de interés y del incremento de la competencia en el entorno financiero en los últimos años.

Esta situación hace prever un considerable e inminente incremento de las operaciones de titulización de activos financieros, que previsiblemente alcanzarán un papel crucial dentro del sector financiero español en los próximos años.

La transformación que se efectúa en el proceso de titulización de activos requiere, como ya hemos comentado, unos instrumentos especializados, denominados fondos de titulización de activos y sus correspondientes Sociedades Gestoras, encargados de adquirir los derechos de crédito y emitir los valores negociables (bonos de titulización).

En 1998 las emisiones de bonos de titulización experimentaron un enorme incremento (+1.259,10% respecto al año anterior), lo que pone de manifiesto el considerable auge que ha alcanzado el fenómeno de la titulización tras la aparición del R.D. 926/1998 y la posibilidad de titular una amplia gama de activos, y no solo los hipotecarios, como hasta entonces.

A mediados de 1998 comenzaba a apreciarse la expansión del mercado español de valores procedentes de la titulización. Datos relativos al ejercicio 1998 y comienzos de 1999, confirmaban dicha tendencia. Tal era así, que a finales de 1998 el saldo vivo total superaba los 13 mm de euros⁵. Tales cifras ponen de manifiesto un crecimiento del 45% aproximadamente respecto del año anterior. Dicho crecimiento se aprecia aun más en los activos procedentes de intermediarios financieros, y concretamente los bonos de titulización, cuyo saldo vivo se ha multiplicado por 3,5.



En este proceso resulta necesario dotar de las debidas garantías a los adquirentes de los títulos recién creados, así como de un conjunto de medidas que les permitan conocer la calidad de los títulos que adquieren; aquí es donde entran en juego las agencias de *rating* encargadas de valorar dicha calidad y que, sin lugar a dudas, ejercerán un importante papel en el desarrollo de la titulización (ver el epígrafe 5.3. El papel de las agencias de rating en el proceso de titulización).

8.3. OBJETIVOS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Podríamos cuestionarnos el objetivo perseguido por las entidades financieras al realizar una operación de titulización así como los beneficios que puede conseguir:

- En primer lugar las entidades obtienen liquidez, permitiendo liberar recursos del activo.
- Consecuencia de lo anterior, una mejora de los ratios de solvencia de la entidad, derivada de la liberación de Recursos Propios para su empleo en otras actividades.
- Simultáneamente se crea "nuevo papel" (nuevos activos donde invertir), cuya gestión tiene cada vez más peso en la cuenta de resultados de las entidades, y que tras unos años de crecimiento exponencial en los volúmenes gestionados habían terminado por producir un exceso de demanda sobre la oferta de los mercados financieros, lo que a su vez provocaba una sobrevaloración de los títulos.

Tomada la decisión de realizar una operación de titulización se ha de tener en cuenta una serie de características que han de reunir los activos susceptibles de ser titulizados y que a grandes rasgos podríamos sistematizar en:

- existencia de datos históricos de morosidad y prepagos;
- identificabilidad o predictibilidad de sus flujos de caja;
- homogeneidad;



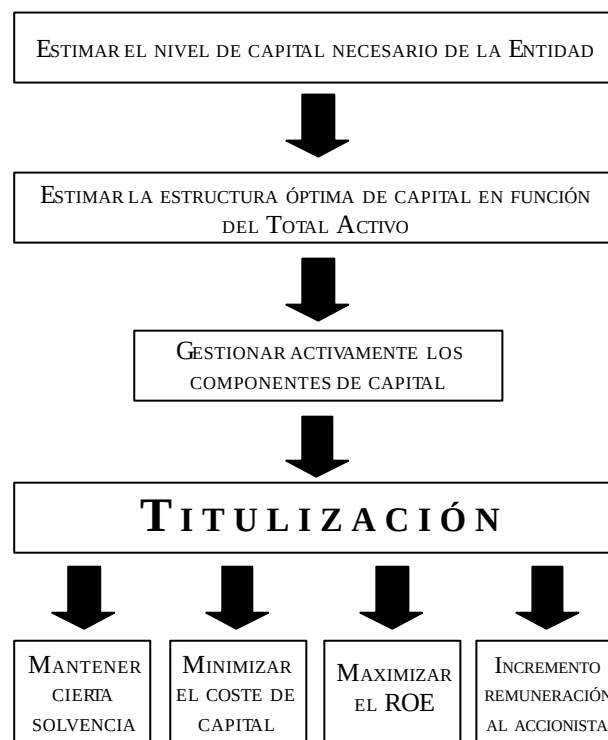
- ausencia de obligaciones comerciales del vendedor del activo respecto al pagador del flujo.

En líneas generales, la entrada en vigor del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo por el que se regulan los FTA y sus sociedades gestoras, ha supuesto el punto de partida para un proceso de transformación financiera que se convertirá en un instrumento más de gestión para las entidades financieras, y de vital importancia, por las considerables ventajas inherentes frente a otras fuentes alternativas de financiación.

Ante la necesidad de captación de nuevas fuentes de financiación por parte de las entidades financieras, y en el proceso de selección de la fuente más apropiada, han de conjugarse diversos aspectos clave, que se recogen en la siguiente figura:



Figura 2. La titulización de activos y la gestión eficiente de los recursos financieros



Fuente: Elaboración propia



Tal y como se indica, de forma muy esquemática, en la figura anterior, cuando una entidad financiera necesita nuevos recursos financieros se plantea cuál es el nivel de capital que necesita de acuerdo con su plan de crecimiento y su activo total. Para realizar una gestión eficiente en la captación de los nuevos recursos, la entidad se planteará los siguientes objetivos:

- el mantenimiento de un nivel de solvencia adecuado;
- la minimización del coste de los nuevos recursos captados;
- la maximización de su rendimiento (medido a través de la "rentabilidad financiera" o ROE ⁶);
- la maximización de la remuneración a los accionistas.

La titulización de activos ofrece la posibilidad de captación de recursos a la vez que permite alcanzar los anteriores objetivos.

Esta alternativa de financiación, se potencia en los mercados volátiles caracterizados fundamentalmente por la ausencia de una liquidez adecuada y por unos precios no competitivos para los recursos financieros de balance.

En relación al instrumento a través del cual es posible analizar el impacto de la captación de recursos vía titulización en lugar de mediante recursos de Balance: el ROE, podemos analizar los factores que lo determinan:

Tabla 2. El ROE y sus factores determinantes

ROA	ACTIVO / RECURSOS PROPIOS
Margen financiero	Apalancamiento financiero
Comisiones	Coste de capital
Costes	Tier 1 / Tier 2
Calidad de los Activos	Mix de Tier 1
Otros (extraordinarios, etc.)	Política de distribución de dividendos a los accionistas
	Impuestos

Fuente: Elaboración propia.



Entre las razones fundamentales que pueden propiciar la utilización de la titulización como instrumento de gestión eficiente de los recursos propios de balance de una entidad financiera, podemos destacar las siguientes:

- optimización de la estructura financiera del originador;
- diversificación de las fuentes de financiación;
- gestión adecuada del balance, mediante el ajuste de activos/pasivos y la reducción del riesgo.

En relación con la optimización de la estructura financiera del originador en el proceso de titulización, podemos señalar que permite lograr un mayor crecimiento sin necesidad de ampliar capital, a la vez que libera capital susceptible de utilización en otros proyectos y ayuda a mejorar los coeficientes de recursos propios de la entidad.

La diversificación de la financiación, se sustenta en los siguientes aspectos:

Tabla 3. Riesgos de la titulización

RIESGO DE CRÉDITO	El inversor y la estructura asumen el riesgo de impago o retraso en el pago.
RIESGO DE INTERÉS	Se puede utilizar en la misma base en que se reciben los pagos.
RIESGO DE PLAZO	Reduce el desequilibrio entre el vencimiento de los activos y el plazo de los pasivos que los financian.
RIESGO DE VENCIMIENTO	Traslada el riesgo de amortización anticipada.

Fuente: Elaboración propia.



Finalmente, refiriéndonos a la tercera de las razones argumentadas, podemos señalar que:

- Mediante la titulización se apela a otros mercados.
- Reduce la saturación de las vías tradicionales.
- Se producen economías de escala (los costes originados van disminuyendo paulatinamente).

Podemos destacar algunas otras razones que entendemos propiciarán el fomento de esta figura de financiación en el futuro:

1. La mejora de percepción de la gestión realizada por la entidad financiera.
2. El aumento de la flexibilidad para la entidad de una nueva vía de financiación ⁷.
3. La posibilidad de movilizar activos sin perder la relación y el control del cliente.
4. La mejora del conocimiento de su cartera de activos.
5. El desarrollo considerable de la política comercial de la entidad.
6. Sin olvidarnos del efecto multiplicador inherente al que ya hemos hecho alusión, y que hemos denominado recurrencia de la titulización, que propiciará la generación de recursos en la entidad, que realice sucesivas titulizaciones de activos, de forma casi ilimitada.



Notas Capítulo 8

¹ El Comité de Basilea emite recomendaciones que posteriormente son interpretadas por los países miembros, de ahí la posibilidad de la existencia de divergencias en la definición y los elementos constitutivos entre los distintos países.

Los objetivos del Comité de Basilea son los siguientes:

- Establecer un marco reglamentario con el objeto de garantizar la fortaleza financiera y la estabilidad del Sistema Monetario Internacional.
- Favorecer un marco de igualdad en el plano internacional, estableciendo niveles de capital mínimo.

² Tier 1 + Tier 2

³ El Informe de Basilea define el *Ratio de Solvencia* (Ratio Cooke) para los bancos de los doce países miembros (Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, Suiza, Reino Unido y USA).

⁴ Obviando la intermediación que existía en este sentido por parte de las entidades financieras.

⁵ De los cuales 12,8 mm de euros corresponden a activos procedentes de intermediarios financieros.

$$^6 \text{ ROE} = \text{ROA} \times \frac{\text{Total_Activo}}{\text{Recursos_Propios}}$$

⁷ En este sentido, podemos destacar que el año 1998 supone un punto de inflexión en el lento proceso de titulización desarrollado en España hasta el momento. Ante la escasa tradición emisora de las empresas de nuestro país, el crecimiento de este mercado resulta muy importante en el actual contexto de previsible crecimiento de la demanda de títulos de renta fija privada, aunque aun dista bastante de los principales mercados financieros españoles.



9. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA

9.1. EL MARCO LEGAL

El establecimiento de un marco legal de referencia de la titulización en nuestro país nace con la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, que extendió el régimen de la titulización hipotecaria a otros préstamos y derechos de crédito, con el fin de ampliar las posibilidades que esta nueva modalidad o instrumento financiero ofrece para mejorar la financiación de los diversos agentes económicos. Finalmente, tuvo lugar el desarrollo de esta disposición con el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de Titulización.

Un paso más lo constituyó la Ley 49/1998, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999, que incorporó en su artículo 53 la habilitación al Ministerio de Economía y Hacienda para el otorgamiento de avales que garanticen los valores de renta fija emitidos por Fondos de Titulización de Activos, con el objeto de mejorar la actividad productiva empresarial.

El apartado cuatro de este artículo faculta al Ministro de Economía y Hacienda para que establezca las normas y requisitos a los que se deberán someter los convenios a suscribir entre el Ministerio y las Sociedades Gestoras de fondos de titulización de activos inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de valores.



Por tanto, esta Orden ministerial viene a dar cumplimiento a la citada disposición buscando un doble objetivo. De una parte, permitir a nuestras empresas beneficiarse de las ventajas de los mecanismos de financiación basados en el mercado de capitales. De otra, fomentar el instrumento de la titulización para alcanzar grados de desintermediación financiera homologables a los que son característicos de los países de nuestro entorno.

NORMATIVA BÁSICA SOBRE TITULIZACIÓN EN ESPAÑA

- Ley 19/92, sobre régimen de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria.
- R.D.L. 3/93, sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo.
- Ley 3/94, de adaptación de la legislación bancaria en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria.
- Circular 2/94 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueba el folleto informativo para la constitución de los fondos de titulización hipotecaria.
- Ley 40/94 de ordenación del sistema eléctrico nacional.
- R.D. 926/98, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y sociedades gestoras de fondos de titulización.

9.2 LA TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

El concepto de titulización hipotecaria ha sido ampliamente tratado en este documento, desarrollándose en el marco jurídico de la Ley del Mercado Hipotecario conforme al siguiente circuito:

1. Existencia de préstamos hipotecarios tal que las Entidades de Crédito se convierten en acreedoras
2. Por la necesidad de generar negocio, en otras palabras, la necesidad de liquidez de las entidades de crédito, se emiten un tipo de valores nego-



ciables característicos del mercado hipotecario, las participaciones hipotecarias.

3. Las participaciones pueden ser suscritas por FTH actuando a través de Sociedades Gestoras. Sobre la base de las participaciones los FTH emiten bonos de titulización hipotecaria que responden al perfil característico de un bono:

- a. Restitución del principal.
- b. Retribución del principal.

9.2.1. Funciones de los FTH

Desde una perspectiva mercantilista, la función de los FTH es de homogeneización de créditos hipotecarios para hacer posible su conversión en valores estandarizados.

Esta actuación se torna en necesaria y fundamental para el logro del objetivo último de la titulización hipotecaria, generar liquidez en las entidades de crédito, con lo que se posibilita la generación de negocio inversor evitando la dependencia del sector del pasivo tradicional, cada vez menos vistoso en función de la tendencia a la baja que en los últimos años ha registrado el mercado en cuanto a la retribución del mismo.

No obstante, en última instancia, los fondos de titulización hipotecaria tienen una función social indirecta como es el abaratamiento de los préstamos para adquisición de vivienda tal y cómo se manifiesta en la Exposición de Motivos de la Ley 19/1992. Esta función es sin duda fruto del efecto que la movilización monetaria de los préstamos hipotecarios tiene sobre la competencia en los sectores económicos implicados.



9.3 LA MORATORIA NUCLEAR

En España, el proceso titulizador esta marcada por la LOSEN, ley 40/1994 de 30 de diciembre de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional. La importancia de esta Ley radicó en dos aspectos, por un lado significó un giro en el futuro de la política energética nacional ya que supuso la paralización definitiva de los proyectos de construcción de las centrales nucleares de Lemoniz, Valdecaballeros y la unidad dos de Trillo, y por otro, para el propio proceso titulizador analizado en esta edición.

En cuanto al primero, parece clara la incidencia que sobre el conjunto de la sociedad puede tener una decisión política de este tipo, con amplias connotaciones sociales, económicas, ecológicas,...

En lo referente al segundo, se basaba en el derecho reconocido por la Ley a los titulares de los proyectos a modo de compensación por las inversiones realizadas, así como por el coste de la financiación. Estamos pues, ante un hecho que marca el desarrollo de la titulización en nuestro país, modelando las bases jurídicas y de praxis de todo el proceso.

9.3.1. Regulación del derecho de crédito compensador

Básicamente la LOSEN convertía en acreedores a los titulares de los proyectos, incorporando en la facturación de los abonados a estos servicios por un plazo máximo de 25 años un coste específico por este concepto. Asimismo, la LOSEN reconoció la facultad de ceder el derecho de crédito a la compensación a terceros con carácter general y, en particular, a determinados fondos de titulización denominados FTAMN.

El importe base de la compensación ascendió a 729.309 millones de pesetas que se distribuyó entre los titulares de los proyectos de construcción y se modificó por el Ministerio de Industria y Energía para tener en cuenta las desinversiones por la venta de los equipos y los gastos derivados de los programas de mantenimiento, desmantelamiento y cierre.



La materialización de todo el proceso tuvo lugar en abril de 1996, concretamente el dieciséis, en que la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) autorizó el folleto para la constitución del Fondo de Titulización de Activos de la Moratoria Nuclear (FTAMN).

Descripción de la emisión:

ACTIVO

Inversiones de Iberdrola
Sevillana
Endesa
Unión Fenosa

PASIVO

8600 Bonos
Nominal 25 millones
Total emisión 215.000 mill. Ptas.

El significado para las compañías eléctricas desde un punto de vista económico y de rentabilidad para el accionista fue claro dado que pudieron en voz del proceso titulizador eliminar el importe total de la emisión del pasivo de su balance.

9.4 LA TITULIZACIÓN NO HIPOTECARIA

Dentro del desarrollo de los procesos titulizadores en España, el Real Decreto 926/98 de regulación de los fondos y sus sociedades gestoras, significó un paso más en la liberalización e impulso de la actividad económica, ya que entre otras, permitía a las entidades financieras usar la titulización también en aquellos préstamos corporativos o de consumo.

Por tanto, y en última instancia, la titulización no hipotecaria se convierte en una herramienta para preservar la liquidez de las entidades de crédito y permitir un óptimo flujo del ahorro a la financiación del sistema productivo en general.

El primero en lanzarse a este tipo de titulización fue el Banco Santander tan sólo cinco días después de su autorización por el Gobierno, lo que es una muestra de las elevadas expectativas creadas por este tipo de operaciones. La operación estaba amparada en la venta de papel comercial y por un impor-



te de 200.000 millones de pesetas.

La titulización no hipotecaria, crea un nuevo marco de relaciones económicas que quedan de manifiesto en el ejemplo anterior, donde además de los problemas intrínsecos al proceso surgen otros derivados de la propia naturaleza económica de los activos titulizados. La vida media de estos activos, como el papel comercial, oscilaba, en el caso del Santander, en 40 días, lo que supone alcanzar una rotación desconocida en el caso de la hipotecaria. La conversión a bonos no es automática y se hace necesario introducir mecanismos que mejoren la calificación de los préstamos al objeto de obtener un mejor *rating*.

Estamos pues ante una sofisticada herramienta cuya implantación se hace necesaria por la evolución natural de la economía en general y del negocio bancario en particular ya que es una fórmula que permite entre otras, y fundamentalmente, optimizar el capital y hacer una mejor gestión de los riesgos de balance.

9.5 LA TITULIZACIÓN EN LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

ORDEN de 28 de mayo de 1999 sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial

Por esta Orden se establece el régimen y contenido de los convenios que se podrán suscribir por el Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos inscritas en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el objeto de promover la constitución de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial, conforme a lo dispuesto en el artículo 53 de la Ley 49/1998, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999.

En última instancia, la titulización debe servir como mecanismo alternativo para la financiación de nuestro tejido productivo, aunque hasta el momento el mercado no ha instrumentado procesos de titulización que tengan el



suficiente impacto en la financiación de pequeñas y medianas empresas.

Los fondos que cumplan los requisitos de la Orden y se constituyan al amparo del correspondiente convenio, podrán beneficiarse del aval del Estado para garantizar valores de renta fija que emitan. La Sociedad Gestora que pretenda formalizar un Convenio con el objeto de obtener el aval deberá solicitarlo a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera aportando una Memoria explicativa del proyecto de constitución del Fondo de Titulización de Activos.

La solicitud de firma del convenio será examinada por una Comisión integrada por representantes de la Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa y de la de Economía, con el objeto de verificar si se cumplen todos los requisitos establecidos en la Orden y elevar, en su caso, la propuesta de concesión del aval al Director General del Tesoro y Política Financiera, que estará condicionada a la constitución del Fondo y su registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El aval será otorgado por el Director general del Tesoro y Política Financiera, por delegación del Ministro de Economía y Hacienda, una vez constituido el fondo y registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los fondos de titulización de activos deberán reunir, además de las prescripciones generales estipuladas en su normativa específica, los siguientes requisitos:

1. Por lo concerniente al activo, podrán titulizarse los préstamos o créditos cedidos por las entidades de crédito que se hayan adherido al Convenio suscrito con el Ministerio de Economía y Hacienda.
2. En cuanto al pasivo, se podrán avalar de cada serie o clase de valores de renta fija que se emita por los Fondos de Titulización de Activos, los porcentajes sobre el valor nominal señalados a continuación:
 - Para los de calificación crediticia BBB, Baa o asimilados, hasta un 15%.
 - Para los de calificación crediticia A o asimilados, hasta un 50%.



- Para los de calificación crediticia AA, Aa o asimilados, hasta un 80%

Deberá existir una mejora crediticia que reduzca el riesgo de los valores avalados, de modo tal que les proporcione una calificación crediticia mínima concedida por una agencia de calificación reconocida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta calificación deberá obtenerse con carácter previo a la concesión definitiva del aval.

9.6 LA FISCALIDAD DE LA TITULIZACIÓN

La naturaleza del propio proceso titulizador implica que la fiscalidad no sea única sino distinta en función de la naturaleza del agente interviniente y de su posición en el ciclo.

9.6.1 Fiscalidad del Cedente

La cesión de los créditos se encuentra exenta de I.V.A por tener la consideración de operación financiera y tampoco esta sujeta al Impuesto de Transmisiones excepto cuando el crédito cedido está garantizado por un derecho real inscribible en el Registros Público o documentado en determinados títulos.

El análisis de la imposición directa precisa distinguir si se trata de Residentes Fiscales en España o de No Residentes.

- En los Residentes la base imponible se calculará tomando como base el resultado contable y los ajustes fiscales que la Ley del Impuesto de Sociedades establezca. En cuanto a las correcciones valorativas fiscales se ceñirán a lo dispuesto en el Plan General de Contabilidad.

La cesión de créditos comerciales al descuento origina un resultado negativo, deducible en la base imponible del impuesto sobre sociedades o del impuesto sobre la renta de los no residentes, atendiendo a su devengo.

- Los no residentes fiscalmente en España tributarán por cada devengo



total o parcial de renta sometida a gravamen.

Los rendimientos de las actividades económicas o beneficios empresariales, en el caso de doble imposición, está exenta de tributación en nuestro país. Las variaciones patrimoniales, salvo que se encuentren exentas tributan al 35%.

Los rendimientos del capital mobiliario derivados de los intereses devengados la cesión del capital mobiliario, estarían exentos de tributación si el cedente es residente en un estado de la Unión Europea.

9.6.2 Fiscalidad de los F.T.A.

Los F.T.A. son básicamente el vehículo de Titulización que agrupa los activos cedidos y emite los valores.

La administración del fondo hipotecario o de activos por la sociedad gestora está exento de I.V.A. Pero la constitución del fondo de titulización de activos si esta sujeta al Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, no gozando de la exención que en este impuesto tiene la constitución de los Fondos de Titulización Hipotecaria.

La imposición directa, nos lleva a distinguir los dos supuestos de residentes y no residentes fiscales en España.

- En cuánto a los primeros, los fondos de titulización de activos están sometidos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general de gravamen del 35%. Los rendimientos de prestamos u otros derechos de créditos que constituyan un ingreso de los fondos de titulización están exentos de soportar retención o ingreso a cuenta. Dicha exención podría extenderse a otros rendimientos percibidos por el fondo, como por ejemplo, a los derivados de los activos financieros o depósitos bancarios, según una consulta de la Dirección General de Tributos en marzo de 1993.
- Los fondos de titulización no residentes fiscales en España que obtengan rentas a través de un establecimiento permanente o sin mediación



del mismo, tributarán en España por la totalidad de estas rentas en el Impuesto sobre la Renta de los no Residentes, al 35% y 25%, según sea a través de establecimiento permanente o sin él. Si existe convenio de doble imposición entre el país del no residente fiscal y España se aplicará, dada su primacía sobre el derecho interno español, el convenio.

9.6.3. El inversor Persona Jurídica

La transmisión de valores y los servicios relacionados con ella, incluso por causa de su emisión o amortización, están exentos del I.V.A. Asimismo, también lo estarán los servicios de colocación de emisiones, incluido su aseguramiento.

Los rendimientos procedentes de bonos u obligaciones emitidos por el Fondo de Titulización se integraran en la base imponible del Impuesto de Sociedades.

Las inversiones en activos con rendimiento explícito se contabilizarán por el precio de adquisición o suscripción, sin que el cupón corrido forme parte de éste. En las correcciones valorativas (provisiones por depreciación) habrá que tener en cuenta que son valores negociados.

9.6.4 El inversor Persona física

La transmisión de valores esta exenta en el Impuesto de Transmisiones.

Los rendimientos procedentes de bonos u obligaciones emitidos por el fondo de titulización se integran en la base imponible del I.R.P.F. como rendimiento del capital mobiliario derivado de la cesión a terceros de capitales propios. Estos rendimientos pueden reducirse en un 30%, si su periodo de generación excede de dos años.

Se integraran en la parte general de la base imponible para tributar a escala de gravamen.



9.6.5 Inversor no residente

La transmisión de valores esta exenta de tributación en el I.V.A y en el Impuesto de Transmisiones.

Los rendimientos procedentes de los bonos y obligaciones emitidos por el fondo de titulización español tienen la consideración de rentas obtenidas en España.

Estas rentas no tributan si son percibidas por residentes de algún estado de la Unión Europea o en un país con Convenio de Doble Imposición con cláusula de intercambio de información, en la parte obtenida por transmisión de los títulos.

En los restantes impuestos se tributará por cada devengo de renta, al tipo general del 25%, sin perjuicio de lo que establezca en su caso el convenio de doble imposición.



10. A MODO DE CONCLUSIÓN

Los procesos de titulización van a alcanzar un importante protagonismo en los próximos años, yendo en paralelo con la maduración financiera de los actores económicos, el desarrollo de los mercados, sobre todo los de deuda privada, la globalización de las empresas y los sistemas de financiación, y la implementación de los cánones que impone la denominada nueva economía.

El proceso de maduración sobredicho debe estar liderado por las propias entidades financieras que, como hemos reconocido a lo largo del texto, no pierden importancia intermediadora con la expansión de los procesos titulizadores, sino que, al contrario, salen realmente fortalecidas de este trasvase de riesgo de sus balances a los mercados, optimizando sus recursos propios en términos de eficiencia asignativa y costes de oportunidad, y racionalizando su gestión del riesgo. Además, muchas entidades financieras sobreinvertidas encontrarán en la herramienta titulizadora una fórmula de financiación que les permita su expansión y la búsqueda de importantes oportunidades de negocio.

Por último, es preciso reseñar que no sólo las compañías financieras y las grandes compañías son las usufructuarias de este mecanismo de innovación fiduciaria, sino que entidades no financieras y pequeñas y medianas empresas pueden verse de forma directa o indirecta favorecidas por los procesos de titulización en términos de posibilidades y alternativas de financiación. De hecho en España se ha comenzado a titular créditos concedidos por entidades financieras a pequeñas y medianas empresas con el compromiso de reinversión del flujo titulado en la propia línea pyme, acentuando la recurrencia inversora o, lo que es lo mismo, el efecto multiplicador de la titulización de activos. Además, la aprobación del R.D.



926/1998 favorece de forma muy generosa la implementación de procesos de titulización, pues abre el abanico de activos y flujos de caja susceptibles de ser titulizados (cuentas a cobrar sobre tarjetas de crédito, línea pymes...) aparte de los clásicos colaterales hipotecarios o los relacionados con la moratoria nuclear. Con lo antedicho, se incrementa el número de activos titulizables, el número de entidades originadoras y la propia actividad de las entidades financieras.



BIBLIOGRAFÍA

- Almoguera Gómez, Angel, La Titulización Crediticia (un estudio interdisciplinar). Editorial Civitas. Madrid, 1995, págs. 79-164.
- Ayuso, J. Perspectivas para la titulización de activos en España. Boletín Económico del Banco de España. Octubre 1998, pág. 53.
- Banco de España. Boletín económico de diciembre de 1999. Pág. 37.
- Franco, D. y Muñoz, D., La Titulización en infraestructuras y servicios públicos. Especial referencia al sector de autopistas. Actualidad Financiera. 1998. 3er. Trimestre. N° monográfico 3/98.
- Freixas, X. y Valero, F.J., La titulización en España. Documento 91-17. FEDEA. Madrid, 1991.
- --- A reflection on securitisation in the Spanish Market. En Stone, Zissu y Lederman (eds.). 1991. Cap. 37. págs. 477-491.
- --- Las nuevas posibilidades de titulización hipotecaria en España. Perspectivas del Sistema Financiero. 1993. Vol. 42. págs. 77-86.
- Ley 19/1992 de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria.
- Ley 3/1994 de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria.
- Ley 40/1994 de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional.
- Ley 49/1998 de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999.



- Mínguez Prieto, R., El nuevo marco legislativo en la titulización de activos. Revista Actualidad Financiera. 3er. Trimestre. N° monográfico 3/98. 1998.
- Nogueras Lozano, M.T. y Arguedas Sanz, R. Nuevo empuje al proceso de titulización en España: la titulización de activos. Banca y Finanzas. N° 39. 1998. Diciembre.
- Orden de 28 de mayo de 1999 sobre los Convenios de Promoción de los FTA para favorecer la financiación empresarial (BOE de 4/06/99).
- Pérez Liz, C. y Junto, P., El mercado internacional de titulización. Actualidad Financiera. 3er. Trimestre. N° monográfico 3/98. 1998.
- Real Decreto 923/1998 de 14 de mayo, sobre Titulización de Activos.
- Real Decreto 926/1998 de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización.
- Real Decreto-Ley 3/1993 de 26 de febrero, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria, financiera y de empleo.
- Steinman, M. La importancia del due diligence en el rating de financiación estructurada. Actualidad Financiera. 1998. 3er. Trimestre. N° monográfico 3/98.
- Sánchez, A. Fiscalidad de la Titulización de activos crediticios. Temas de Actualidad n° 78. Junio 1999.
- Stone, C.; Zissu, A. y Lederman, J. Asset securitisation: theory and practice in Europe. Euromoney. Londres, 1991.
- Tapia Hermida, Alberto Javier, Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización. Editorial Dykinson, 1998.
- Valero, F.J. La titulización ante sus nuevas posibilidades en España. Actualidad Financiera. 1998. 3er. Trimestre. N° monográfico 3/98.
- Varios, N° 742 monográfico sobre Titulización de activos en la Revista Información Comercial Española. 1993.
- Varios, Titulización '98, Jornadas sobre Titulización de Activos. Recoletos. 1998



ANEXO

BONOS DE TITULIZACION EMITIDOS EN ESPAÑA



BONOS DE TITULIZACION EMITIDOS EN ESPAÑA

			Fecha de	Volumen	Fecha de
ES0338895008	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTEBANSA I	BTH HIPOTEB I- 10.250 06/2010	81.136.620,00	20100630
ES0345790002	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTECARIO I	BTH HIPOTECARIO I-A VBLE 11/2009	66.003.137,84	20091127
ES0345790010	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTECARIO I	BTH HIPOTECARIO I-B VBLE 11/2009	3.113.242,16	20091127
ES0338896006	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 1	BTH TDA-1- 8.550 12/2015	72.121.454,40	20151213
ES0307532004	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - AIG FINANZAS I	BTH AIG FINAN I-A VBLE 03/2018	7.254.214,84	20180312
ES0307532012	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - AIG FINANZAS I	BTH AIG FINAN I-B VBLE 03/2018	10.054.930,76	20180312
ES0307532020	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - AIG FINANZAS I	BTH AIG FINAN I-A2 VBLE 03/2018	721.214,40	20180312
ES0307532038	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - AIG FINANZAS I	BTH AIG FINAN I-Sb VBLE 03/2018	378.637,63	20180312
ES0338897004	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTEBANSA II	BTH HIPOTEB II- VBLE 06/2015	96.161.939,20	20150630
ES0338779004	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOTEBANSA III	BTH HIPOTEB III-A VBLE 09/2005	263.694.067,65	20050910
ES0338779012	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 2	BTH HIPOTEB III-B VBLE 09/2005	6.761.386,35	20050910
ES0338965009	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 1	BTH TDA-2- VBLE 06/2004	60.101.212,00	20040622
ES0338967013	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 1	BTH UCI 1-B VBLE 09/2017	2.554.301,51	20170915
ES0338967005	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 1	BTH UCI 1-A VBLE 09/2017	60.251.465,03	20170915
ES0338968003	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 3	BTH TDA-3- VBLE 12/2003	84.141.696,80	20031222
ES0338778006	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOTEBANSA IV	BTH HIPOTEB IV-A VBLE 01/2019	353.395.126,56	20190115
ES0338778014	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOTEBANSA IV	BTH HIPOTEB IV-B VBLE 01/2019	7.212.145,44	20190115
ES0338977004	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 2	BTH UCI 2-A VBLE 10/2009	116.596.351,28	20091012
ES0338977012	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 2	BTH UCI 2-B VBLE 10/2009	3.606.072,72	20091012
ES0314488000	BTH	F. T. H. BBV-MBS I	BTH BBV-MBS I-A VBLE 10/2010	88.348.781,64	20101027
ES0314488018	BTH	F. T. H. BBV-MBS I	BTH BBV-MBS I-B VBLE 10/2010	1.803.036,36	20101027
ES0338766001	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-AIG FINANZAS II	BTH AIG FINAN II-A VBLE 03/2021	8.330.026,32	20210312
ES0338766019	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-AIG FINANZAS II	BTH AIG FINAN II-B VBLE 03/2021	8.798.815,68	20210312
ES0338766027	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-AIG FINANZAS II	BTH AIG FINAN II-Sb VBLE 03/2021	901.518,00	20210312
ES0338235007	BTN	MORATORIA NUCLEAR	BTN F.T.A.N.- VBLE 10/2002	1.292.176.058,00	20021026
ES0338768007	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 3	BTH UCI 3-A VBLE 10/2024	84.442.202,86	20241018
ES0338768015	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 3	BTH UCI 3-B VBLE 10/2024	2.704.554,54	20241018
ES0315218018	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTEBANSA V	BTH HIPOTEB V-B VBLE 01/2018	6.460.880,29	20180118
ES0315218000	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTEBANSA V	BTH HIPOTEB V-A VBLE 01/2018	228.534.858,63	20180118



CONTINUACIÓN. BONOS DE TITULIZACIÓN EMITIDOS EN ESPAÑA

				Fecha de	Volumen	Fecha de
ES0312976006	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - BANCAJA 1	BTH BANCAJA 1-A VBLE 03/2017	19970724	115.694.833,10	20170315
ES0312976014	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - BANCAJA 1	BTH BANCAJA 1-B VBLE 03/2017	19970724	4.507.590,90	20170315
ES0365199001	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTEBANS A VI	BTH HIPOTEB.VI-A VBLE 07/2022	19971030	256.481.922,21	20220718
ES0365199019	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTEBANS A VI	BTH HIPOTEB.VI-B VBLE 07/2022	19971030	6.460.880,29	20220718
ES0308181009	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 4	BTH TDA-4-A1 4.450 04/2003	19980430	45.075.909,00	20030426
ES0308181017	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 4	BTH TDA-4-A2 VBLE 01/2009	19980430	96.161.939,20	20090126
ES0308181025	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 4	BTH TDA-4-B VBLE 01/2009	19980430	9.015.181,80	20090126
ES0338659008	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOTEBANS A VII	BTH HIPOTEB.VII-A VBLE 12/2027	19980508	308.769.976,65	20271218
ES0338659016	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOTEBANS A VII	BTH HIPOTEB.VII-B VBLE 12/2027	19980508	8.564.422,71	20271218
ES0322068018	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOCAT 1	BTH HIPOCAT 1-B VBLE 12/2018	19980625	4.958.349,99	20181215
ES0322068000	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOCAT 1	BTH HIPOCAT 1-A VBLE 12/2018	19980625	139.284.558,81	20181215
ES0322069008	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 4	BTH UCI 4-A VBLE 02/2027	19980630	176.397.057,22	20270214
ES0322069016	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - UCI 4	BTH UCI 4-B VBLE 02/2027	19980630	3.906.578,78	20270214
ES0312941018	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-BANCAJA 2	BTH BANCAJA 2-B VBLE 09/2023	19981027	8.564.422,71	20230922
ES0312941000	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-BANCAJA 2	BTH BANCAJA 2-A VBLE 09/2023	19981027	231.840.425,29	20230922
ES0308182007	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 5	BTH TDA-5-A VBLE 12/2027	19981029	1.148.534.161,32	20271222
ES0308182015	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 5	BTH TDA-5-B VBLE 12/2027	19981029	23.439.472,68	20271222
ES0315226003	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOCAT 2	BTH HIPOCAT 2-A VBLE 03/2024	19981104	275.113.297,93	20240315
ES0315226011	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOCAT 2	BTH HIPOCAT 2-B VBLE 03/2024	19981104	10.367.459,07	20240315
ES0345791000	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTECARIO 2	BTH HIPOTECARIO2-A VBLE 05/2023	19981209	1.015.409.976,74	20230516
ES0345791018	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - HIPOTECARIO 2	BTH HIPOTECARIO2-B VBLE 05/2023	19981209	36.361.233,26	20230516
ES0315227019	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOTEBANS A VIII	BTH HIPOTEB.VIII-B VBLE 12/2028	19981222	8.864.928,77	20281215
ES0315227001	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA-HIPOTEBANS A VIII	BTH HIPOTEB.VIII-A VBLE 12/2028	19981222	319.437.941,78	20281215
ES0308183005	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 6	BTH TDA-6-A VBLE 04/2029	19990127	338.800.000,00	20290426
ES0308183013	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 6	BTH TDA-6-B VBLE 04/2029	19990127	12.700.000,00	20290426
ES0308184003	BTH	FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA - TDA 7	BTH TDA-7-A1 VBLE 10/2000	19990324	105.200.000,00	20001026



CONTINUACIÓN. BONOS DE TITULIZACION EMITIDOS EN ESPAÑA

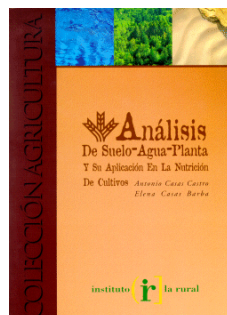
				Fecha de	Volumen	Fecha de
ES0308184011	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 7	BTH TDA-7-A2 VBLE 10/2002	19990324	136.700.000,00	20021028
ES0308184029	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 7	BTH TDA-7-A3 VBLE 07/2010	19990324	771.000.000,00	20100726
ES0308184037	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 7	BTH TDA-7-B VBLE 07/2010	19990324	38.800.000,00	20100726
ES0308185000	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 8	BTH TDA-8-A VBLE 09/2011	19990416	144.800.000,00	20110922
ES0308185018	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 8	BTH TDA-8-B VBLE 12/2011	19990416	5.400.000,00	20111222
ES0315271017	BTH	BZ HIPOTECARIO 1 FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA	BTH BZ HIPOTEC.1-B VBLE 03/2024	19990420	11.400.000,00	20240317
ES0315271009	BTH	BZ HIPOTECARIO 1 FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA	BTH BZ HIPOTEC.1-A VBLE 03/2024	19990420	338.600.000,00	20240317
ES0313799001	BTH	BANKINTER 1 FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA	BTH BK HIPOTEC.1-A VBLE 04/2024	19990512	577.800.000,00	20240422
ES0313799019	BTH	BANKINTER 1 FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA	BTH BK HIPOTEC.1-B VBLE 04/2024	19990512	22.200.000,00	20240422
ES0308186016	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 9-	BTH TDA-9-A2 VBLE 06/2006	19990519	116.300.000,00	20060622
ES0308186024	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 9-	BTH TDA-9-A3 VBLE 12/2017	19990519	167.500.000,00	20171222
ES0308186032	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 9-	BTH TDA-9-B VBLE 12/2017	19990519	12.000.000,00	20171222
ES0308186008	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA - TDA 9-	BTH TDA-9-A1 VBLE 12/2000	19990519	36.600.000,00	20001222
ES0338557004	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA- UCI 5	BTH UCI 5-A VBLE 02/2029	19990608	253.000.000,00	20290215
ES0338557012	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA- UCI 5	BTH UCI 5-B VBLE 02/2029	19990608	12.000.000,00	20290215
ES0338540018	BTH	AYT.1 FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA	BTH AYT.1-B VBLE 12/2028	19990705	9.400.000,00	20281220
ES0338540000	BTH	AYT.1 FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA	BTH AYT.1-A VBLE 12/2028	19990705	461.100.000,00	20281220
ES0338617014	BTH	FONCAIXA HIPOTECARIO 1 F.T.H.	BTH FONCAIXA H.1-B VBLE 12/2048	19990721	14.700.000,00	20481215
ES0338617006	BTH	FONCAIXA HIPOTECARIO 1 F.T.H.	BTH FONCAIXA H.1-A VBLE 12/2048	19990721	585.300.000,00	20481215
ES0338675012	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA HIPOCAT 3	BTH HIPOCAT 3-B VBLE 04/2034	19990723	15.500.000,00	20340415
ES0338675004	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA HIPOCAT 3	BTH HIPOCAT 3-A VBLE 04/2034	19990723	426.500.000,00	20340415
ES0378026001	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA -TDA 10-	BTH TDA-10-A1 VBLE 09/2007	19990726	96.200.000,00	20070922
ES0378026027	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA -TDA 10-	BTH TDA-10-B VBLE 06/2012	19990726	8.400.000,00	20120622
ES0378026019	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA -TDA 10-	BTH TDA-10-A2 VBLE 03/2012	19990726	135.900.000,00	20120322
ES0341221010	BTH	FONDO DE TITULIZACION HIPOTECARIA BANESTO 1	BTH BANESTO 1-B VBLE 02/2029	19990803	26.600.000,00	20290218

[illegible]

121



Colección Agricultura



"Análisis de Suelo-Agua-Planta y su aplicación en la nutrición de cultivos hortícolas en la zona del Sureste peninsular"

Autores: Antonio Casas Castro y Elena Casas Castro

I.S.B.N.: 84-922785-3-6

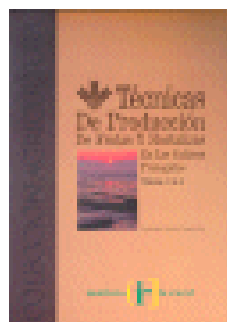
Edita: Caja Rural de Almería

Idioma: Español

Características: 250 páginas. Encuadernación rústica. Ilustraciones a color.

Fecha de aparición: Noviembre 1999

Distribuye: Mundi-Prensa, S.A.



"Técnicas de producción de frutas y hortalizas en los cultivos protegidos del Sureste español"
(3 volúmenes)

Coordinador: Francisco Camacho Ferre

I.S.B.N. Obra Completa: 84-922785-5-2

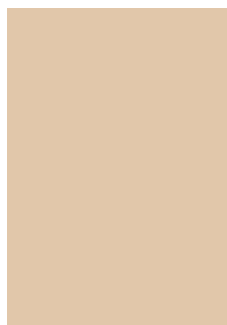
Edita: Caja Rural de Almería

Idioma: Español

Características: 3 volúmenes (1.092 páginas). Encuadernación rústica. Ilustraciones a color.

Fecha de aparición: Noviembre 1999

Distribuye: Mundi-Prensa, S.A.



Colección Economía



"La Economía de Almería y los Recursos Hídricos"

Director del estudio: Francisco José Ferraro García.

I.S.B.N.: 84-922785-4-4

Edita: Caja Rural de Almería

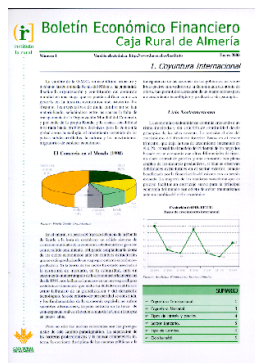
Idioma: Español

Características: 74 páginas. Encuadernación rústica. Ilustraciones a color.

Fecha de aparición: Noviembre 1999



Boletín Económico Financiero



"Boletín Económico Financiero Caja Rural de Almería". Indicador Sintético Nicolás de Oresme (ISINO).

Autor: Instituto de Estudios de Caja Rural de Almería.

Idioma: Español

Características: Cuadernillo de 12 páginas.

Ilustraciones a color.

Fecha de aparición: Noviembre 1999.

Periodicidad: Trimestral.

Boletines publicados:

Número	Período	Suplemento
0	Octubre 1999	El sector del mármol en Almería
1	Enero 2000	El sector de la construcción en Almería
2	Abril 2000	El sector turístico en Almería y Murcia



Internet



<http://www.instituto.larural.es>

instituto@larural.es

Información disponible en internet:

- Series estadísticas de Almería, Andalucía y España.
- Indicadores económicos de Almería y España.
- Indicador Sintético Nicolás de Oresme (ISINO). Almería, Murcia y España.
- Información municipal.
- Informes económicos.
- Boletín Económico Financiero de Caja Rural de Almería.
- Programas de formación.
- Publicaciones.
- Actividades Socioculturales.

