

EVOLUCION DEL PROCESO DE TITULIZACION EN ESPAÑA

Susana Blanco García
Dpto. de Economía Financiera y Contabilidad I
Universidad Complutense de Madrid

Pedro Carvajal Molina
Dpto. de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad Rey Juan Carlos de Madrid

INTRODUCCIÓN

Desde los años setenta se inicia un proceso de transformación de la actividad financiera en España el cual ha fomentado el desarrollo de nuevas tecnologías y productos, donde la desintermediación financiera es una característica relevante, entendida como el desplazamiento de la actividad de intermediación financiera hacia intermediarios financieros no bancarios y mercados de valores organizados. Siendo uno de los factores que intervienen en este proceso, el desarrollo constante de técnicas e instrumentos de gestión o de cobertura, que proporcionan a los inversores institucionales y a las gestoras de patrimonios, mecanismos para el control y evaluación del valor de sus carteras.

La integración creciente de los mercados de valores, se produce para toda la gama de activos negociados en los mismos, (títulos de renta variable, fija y productos derivados) y tiene como causas fundamentales la liberalización de los mercados y las posibilidades de actuación de los agentes que intervienen en los mismos.

La incorporación de las innovaciones tecnológicas, informáticas y de las telecomunicaciones, así como la actividad de los mercados, el crecimiento acelerado de la participación de los inversores institucionales en los mercados de capitales (fondos de inversión, fondo de pensiones y compañías de seguro) y fundamentalmente la necesidad de movilizar la cartera de préstamos hipotecarios del activo del balance de las entidades financieras dio lugar a la aprobación de la Ley 19/92 de 7 de julio sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización

Hipotecaria iniciándose en España el proceso financiero de titulización fuera de balance, operación financiera muy desarrollada en los mercados anglosajones.

EL PROCESO FINANCIERO DE LA TITULIZACIÓN

El proceso de titulización de activos es entendido como la transformación de derechos de crédito presentes y futuros en valores de renta fija negociables, dando de baja en el balance de las entidades cedentes los activos vendidos. Todo proceso de titulización conlleva la transformación de un conjunto de activos heterogéneos en cuanto a sus características financieras (valor nominal, intereses, índice de referencia, vencimiento, sistema de amortización, riesgo, etc.) en otro paquete de activos seriados, de mayor importe, fácil transmisión, líquidos, de igual amortización y con riesgo crediticio mejorado.

A través del proceso de titulización el mecanismo de conversión de unos activos (los titulizados) en otros (los bonos de titulización o valores de renta fija emitidos por el fondo de titulización) se distingue de un proceso de cesión de activos en tres puntos fundamentales:

1. El mecanismo de la titulización se caracteriza por la agrupación de un conjunto de activos y por la emisión de valores con cargo a dicho conjunto, de forma que la puesta en común del riesgo asociado al proceso de titulización se convierte en una característica diferencial.
2. La existencia de un ente especial denominado Fondos de Titulización al cual se transfiere y en el que se aísla el flujo de ingresos que se deriva de la titularidad de los activos a titularizar y que respalda el flujo de pagos asociado a los títulos emitidos. La existencia del vehículo interpuesto entre la entidad generadora y los inversores es imprescindible ya que la diferencia entre las características financieras de los activos a titularizar y las de los valores demandados por los inversores implica tener que llevar a cabo una transformación que no sería posible de otra manera.
3. Mecanismos de mejora del crédito, evaluados a través del rating dado por las agencias de calificación. Esta evaluación tiene como finalidad ser un instrumento analítico del que se sirven los inversores de renta fija, para valorar la capacidad de pago de intereses y principal de los títulos examinados, conforme a lo estipulado en cada emisión. La valoración de dicho riesgo se expresa sobre una escala de calificaciones con la cual el inversor obtendrá información necesaria sobre la calidad crediticia de su inversión.

REGULACION LEGAL DE LA TITULIZACION FINANCIERA EN ESPAÑA

El desarrollo del proceso de titulización en España ha estado marcado por su regulación legal. Se inicia con la aprobación de la **Ley 19/1992** que se ocupa de regular dos grupos de materias: las instituciones de inversión colectiva de índole inmobiliaria y las instituciones relacionadas con la inversión colectiva de crédito hipotecario. Respecto a los Fondos de Titulización Hipotecaria, (F.T.H.) establece la configuración de estos como agrupaciones de participaciones hipotecarias que transformarán en valores de renta fija, homogéneos, estandarizados y por consiguiente susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran las entidades de crédito. El artículo 5.1 de esta Ley, define los Fondos de Titulización Hipotecaria (F.T.H.) como agrupaciones de participaciones hipotecarias. “Los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que sin perjuicio de lo dispuesto en el número 7, estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo”.

Regula a las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria (S.G.F.T.H.) que junto a los F.T.H. constituyen los elementos básicos del mecanismo que permitirá la transformación de préstamos hipotecarios contabilizados en los balances de las entidades de crédito en valores negociables en los mercados organizados. El primer paso es la emisión de participaciones hipotecarias que homogenicen las características financieras de los préstamos hipotecarios subyacentes, ya que el proceso de titulización regulado en España es sobre las participaciones hipotecarias y no sobre los créditos hipotecarios.

El Real Decreto-Ley 3/1993 de 26 de Febrero, sobre Materias Presupuestarias, Tributarias y Financieras, permite a las pequeñas y medianas empresas (PYMES), extender el régimen de titulización previsto en la Ley 19/1992 de 7 de julio, sobre sus préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de «leasing».

La Ley 3/1994, de 14 de abril por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero señala que los

establecimientos financieros de crédito podrán titularizar sus activos, de acuerdo con lo que prevea la legislación sobre Fondos de Titulización. En la disposición adicional quinta, se estipula lo siguiente:

- Los valores emitidos por los Fondos de Titulización Hipotecaria regulados por la Ley 19/1992 tendrán el carácter de títulos hipotecarios de la Ley 2/1981 de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.
- El Gobierno, previo informe de la C.N.M.V. y del Banco de España, podrá extender el régimen previsto para la Titulización de Participaciones Hipotecarias en los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992 de 7 de julio, con las adaptaciones y cambios que sean precisos, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de «leasing» y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas. Los fondos regulados según esta norma recibirán el nombre de Fondos de Titulización de Activos (F.T.A.)
- Se da una nueva redacción al párrafo h) del artículo 8.1 de la Ley 14/1985 de 29 de mayo: “Los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de Fondos de Titulización”.
- Los préstamos y derechos de crédito que adquieran los Fondos de Titulización de Activos, tendrán la misma regulación que se contemplan para los titulares de las participaciones hipotecarias en el párrafo final del artículo 15 de la Ley 2/1981 de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.
- Con posterioridad se regulará las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria, que podrán ser administradoras y representantes legales de Fondos de Titulización Hipotecaria como de Fondos de Titulización de Activos. Con posterioridad a esta Ley se deben de establecer los plazos que transformen a las actuales Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria en Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos.

Disposiciones anteriores al RD 926/1998 de 14 de mayo.

La legislación, hasta el 15 de mayo de 1998, solo recogía la normativa aprobada para llevar a cabo el único proceso de titulización de activos no hipotecarios realizado en España: la Titulización de Activos Resultantes de la Moratoria Nuclear.

La legislación existente para tal fin es la siguiente:

- Disposición adicional octava de la Ley 40/1994 de 30 de diciembre, de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional: Constitución de Fondos de Titulización de Activos resultantes de la moratoria nuclear.
- Disposición Adicional Segunda del Real Decreto 2202/1995 de 28 de diciembre, por el que se dictan determinadas normas en desarrollo de la Ley 40/ 1994.
- Disposición Adicional de la Ley 8/1972 de 10 de mayo sobre construcción, conservación y explotación de las autopistas en régimen de concesión, introducida por la Ley 13/1996 de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social, por la cual se considera activo titulizable el derecho concesionario al cobro del peaje de autopistas.

RD 926/1998 de 14 de mayo por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos (F.T.A.) y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización (S.G.F.T.A).

Define los F.T.A. como patrimonios sin personalidad jurídica y separados. Su activo estará formado por los activos financieros y otros derechos que lo agrupen y su pasivo lo constituyen los valores de renta fija emitidos por el fondo, *y por cualquier otro u otros instrumentos de financiación, como son los préstamos concedidos por entidades de crédito, siempre y cuando el importe de estos no supere el 50% del total del pasivo*, aunque pudiesen darse circunstancias excepcionales por las cuales se autorizase un porcentaje menor, (a diferencia de la Ley 19/1992, que solo admitía la configuración del pasivo de los fondos de titulización hipotecaria a través de bonos de titulización). Además, también se autoriza que el pasivo esté constituido por aportaciones institucionales las cuales permitan a sus titulares participar en los resultados finales que queden en el fondo cuando este se liquide una vez que hayan sido pagados a los acreedores del fondo.

Los activos objeto de titulización (cuya titularidad en cualquier caso debe ser cedida y recogida en documento contractual) recogidos por este R.D. son los siguientes:

- Préstamos otorgados por entidades de crédito. En el caso de derechos de crédito de naturaleza pública esta posibilidad deberá de estar contemplada por una Ley especial.
- Derechos de crédito futuro que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, los cuales debe determinar el Ministerio de Economía y Hacienda y ser publicados en el B.O.E.. Explícitamente en el artículo 2 punto 1, recoge el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, según lo dispuesto en la Ley 8/1972 de 10 de mayo y en la Ley 13/1996 de 30 de diciembre.

Los derechos con posibilidad de ser titulizados deberán de ser especificados por el Ministerio de Economía y Hacienda y publicados en el B.O.E. El reglamento aprobado solo recoge de forma explícita el derecho del concesionario al cobre del peaje de autopistas.

Orden de 28 de mayo de 1999. Ministerio de Economía y Hacienda. Convenios de Promoción para favorecer la financiación empresarial.

Esta Orden da cumplimiento a la Ley 49/1998 de 30 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado para 1999 la cual incorporó en su artículo 53, la habilitación al Ministerio de Economía y Hacienda para el otorgamiento de avales que garanticen valores de renta fija emitidos por Fondos de Titulización de Activos, con el objeto de mejorar la actividad productiva empresarial.

Orden de 4 de octubre de 1999 de delegación de la competencia para celebrar Convenios de colaboración entre el Ministerio de Economía y Hacienda y las entidades de crédito previstos en la Orden de 28 de mayo de 1999 sobre Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial.

Esta orden dictamina la delegación en el Director General del Tesoro y Política Financiera la competencia para la celebración de Convenios de Promoción con las Entidades de Crédito para determinar los créditos susceptibles de cesión a los Fondos de Titulización de Activos.

**TITULIZACION HIPOTECARIA Y BALANCE DE UNA ENTIDAD
CREDITICIA**

La titulización hipotecaria permite transformar una operación clásica de préstamo en una operación fuera de balance por la cual la entidad recibe una comisión por la gestión y administración de préstamos, esto implica que el mismo volumen de negocio puede realizarse con menos recursos y en particular con un menor volumen de recursos propios.

Titulizar activos no es solo realizar una emisión de bonos cuyo subyacente sea los susodichos activos, es mucho mas que eso para la entidad titulizada, es establecer un

plan de estrategia sobre sus recursos propios. Mediante la titulización se dan de baja activos de un balance, sin que se vean afectados los recursos propios, con lo que la empresa puede crecer ilimitadamente, tomando la titulización como una alternativa a la ampliación de capital. No se debe olvidar que la entidad titulizada no pierde la gestión y administración de los flujos de caja procedentes de los activos titulizados, percibiendo las correspondientes comisiones. Sin variar el total de los recursos propios, se produce un aumento de las comisiones, mejorando los ratios asociados y consecuentemente incrementándose el beneficio para la entidad.

Este razonamiento utópico de este proceso no es compartido por todos los profesionales de la materia. Existen otros criterios por los cuales se razona que la cesión de parte de los activos para convertirlos en bonos implica también una reducción en el margen de intermediación ya que tales activos desaparecen del Balance.

Si particularizamos en la titulización hipotecaria, se la considera como una operación financiera que debe mejorar y abaratar los costes que conllevan los préstamos concedidos con la finalidad de financiar la adquisición de una vivienda, ya que sin renunciar al cobro y gestión de los elementos de la contraprestación derivados de esta operación financiera de amortización de un préstamo, las entidades crediticias concesionarias de dichos préstamos pueden darlos de baja en su balance, no estando sujeto su pasivo a unas operaciones realizadas normalmente a largo o muy largo plazo.

A través de la titulización hipotecaria, las entidades de crédito emisoras pueden aislar el riesgo de interés (de préstamos hipotecarios), mejorar sus condiciones de refinanciación y en algunos casos eliminar el riesgo de crédito. Con la titulización de préstamos hipotecarios, las entidades crediticias están liberando su pasivo de operaciones a largo o muy largo plazo, sin que por ello dejen de gestionar el cobro de los términos de la contraprestación correspondientes a la operación de amortización financiera. Es importante insistir en la oportunidad de disponer de instrumentos de financiación de la actividad crediticia hipotecaria distintos a los recursos a corto plazo. La experiencia en otros países occidentales indica que la mejor fórmula para reducir los márgenes de intermediación de este segmento y ofrecer productos realmente competitivos, consiste en una adecuada refinanciación en la que se combinen recursos a distintos plazos y con diferentes modalidades en cuanto a tipo de interés, (fijo o variable), que reduzca el riesgo inherente a las operaciones crediticias a largo plazo. Además, con la difusión de

la titulización hipotecaria, el incremento del débito de clientes hipotecarios, no resultaría una rémora para las entidades y se estaría favoreciendo el desarrollo de uno de los sectores puntales en el ámbito económico español como es el de la construcción ya que con la titulización se produce una mejora de la capacidad de establecer fuertes demandas de crédito sin necesidad de realizar un compromiso de mantenimiento del mismo.

La titulización de activos de un balance libera de la obligatoriedad de cubrir el coeficiente de recursos propios y de provisionar los activos sujetos al mismo, debido a que estos habrán desaparecido de dicho balance, aumentando la rentabilidad de los recursos propios. El coste de recursos propios constituye un elemento importante a tomar en cuenta para evaluar los beneficios de la titulización. Dicho coste se entiende como el rendimiento antes de impuestos sobre beneficios derivados de una rentabilidad esperada igual a la suma de la correspondiente a la renta fija libre de riesgo mas una prima de riesgo.

El coeficiente de recursos propios o de solvencia se define como un cociente cuyo numerador expresa los fondos propios y el denominador la suma de los valores ajustados al riesgo de los activos (A) y cuenta de orden (B).

$$\text{Coeficiente de Solvencia} = \frac{\text{Fondos Propios}}{(A + B)}$$

Los activos más interesantes para su titulización son, a priori, los que mayor ponderación tiene en el coeficiente.

Según la Orden de 13 de abril de 2000 por la que se modifica la Orden de 29 de diciembre de 1992, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada a las sociedades y agencias de valores y sus grupos y la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito:

-La Orden 13/2000 transpone la Directiva 98/32/CE que modifica la 89/647/CEE para permitir a los supervisores dar la ponderación del 50% a valores respaldados por hipotecas sobre inmuebles, esta ponderación se concede ya a los bonos de titulización hipotecaria españoles, pero en cumplimiento de la Directiva es necesario ampliar la gama de activos beneficiados.

-Modifica la ponderación de los títulos del mercado hipotecario, en concreto bonos y cédulas hipotecarias. Permitiendo que se les aplique la ponderación del 10%. La aplicación de esta opción, facilitará la emisión de estos valores al aumentar su demanda por parte de las entidades sujetas al coeficiente de solvencia.

-Se mejora el tratamiento de los bonos de titulización de activos. Esta Orden les concede la ponderación del activo de peor calidad que los respalda, con lo que los bonos de titulización de riesgos que ponderan al 20% o al 50% reciben un tratamiento más beneficioso.

-Se permite tratar a los riesgos avalados por Sociedades de Garantía Recíproca como si estuviesen avalados por entidades de crédito (es decir con una ponderación del 20%.) Con esta ponderación se pretende fomentar la financiación de las PYMES

-Se pondera al 50% las operaciones de arrendamiento financiero sobre inmuebles de uso terciario.

Hasta la entrada en vigor del Real Decreto por el que se regula los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización solo se podía realizar esta operación financiera sobre los créditos hipotecarios concedidos por las entidades de crédito.

Posteriormente se regula la titulización de derechos de crédito que figure en el balance del cedente, derechos de créditos futuros de magnitud conocida o estimada, como pueden ser los derechos del concesionario al cobro de peaje de autopistas, los derechos de cobro correspondientes al arrendador en contratos de arrendamiento en vigor de inmuebles urbanos, así como todos los derechos que determine el Ministerio de Economía y Hacienda.

La titulización permite rebajar las provisiones de carácter genérico cuyo porcentaje depende del tipo de activo sobre el que se ha realizado la operación, así como las específicas constituidas en el caso de morosidad de los activos titulizados en la fecha de su cesión. Consecuentemente el levantamiento de provisiones tiene un efecto positivo inmediato sobre la cuenta de resultados de la entidad, sin embargo se puede razonar que el beneficio se limita al adelantamiento en el tiempo del ingreso, lo cual puede ser positivo o negativo para la entidad atendiendo a consideraciones fiscales y de política de beneficios

La titulización de una cartera supone como ya se ha dicho la cesión de los activos que la componen, esta venta implica transferir con ella todos los riesgos inherentes a dichos activos. Pero normalmente la entidad que tituliza experimenta un cambio en la exposición al riesgo de su balance, ya que si bien se ve liberada de algunos riesgos debido al proceso de titulización, asume otros cuando contribuye a la mejora de la calidad crediticia de los activos titulizados, a través de la concesión al fondo de titulización de créditos subordinados, cartas de crédito, cuentas colaterales de tesorería, garantías, adquisición de deudas subordinadas, swaps de tipos de interés y cualquier otro instrumento que participe en dicha finalidad.

El análisis del balance de una entidad crediticia señala normalmente un fondo de maniobra negativo debido a la financiación de activo a largo plazo con pasivo a corto. Esto genera situaciones de riesgo ante escenarios financieros de incremento de tipos de interés provocando desfases de rentabilidad entre la otorgada por el pasivo a corto y la que se percibe durante largo tiempo por el inmovilizado activo.

ENTIDAD TITULIZADA	
ACTIVO	PASIVO
Inmovilizado material	Recursos propios ↑
Otros Activos	Capital
• Valores ↓	Reservas
• Préstamos ↓	Deuda Subordinada
• Cuentas de clientes ↓	Recursos ajenos ↑
• Liquidez ↑	Obligaciones
	Deuda Bancaria

ACTIVOS NEGOCIADOS EN EL AIAF Y EMITIDOS POR LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN.

La normativa legal establece que los fondos de titulización deben de estar registrados en la CNMV y los valores emitidos por ellos deberán ser objeto de negociación en un

mercado secundario organizado establecido en el territorio español, (a excepción de los valores dirigidos exclusivamente a inversores institucionales).

◆ La primera titulación de activos que se realizó en España, fue la titulación de activos resultantes de la moratoria nuclear. En la disposición octava de la LOSEN se señala la posibilidad de ceder total o parcialmente por parte de las compañías eléctricas, sus derechos de cobros a fondos abiertos de titulación. Posteriormente a través del R.D. 2202/1995 de 28 de Diciembre que desarrolla la disposición octava de la Ley anterior define el contenido del derecho de compensación y sus mecanismos, estableciendo que el 3,54% de la facturación eléctrica sea despistada en una cuenta bancaria controlada por la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional (CSEN) que administra dicha cuenta a favor de los titulares del derecho, así como las garantías aportadas por el Estado, estableciendo las bases para que las compañías eléctricas titulares puedan ceder sus fracciones del derecho.

Señalar que el 26 de julio del 2000 se produjo la primera amortización total de los títulos emitidos por el Fondo de Titulación de Activos Resultantes de la Moratoria Nuclear por un volumen de 215.000 millones de pesetas y cuyo vencimiento previsto en el momento de la emisión era el 26 de octubre de 2002. Esta anticipación en la amortización ha sido debida a que el volumen de la facturación eléctrica ha generado flujos a ingresar superiores a los planificados inicialmente, acelerando el proceso de amortización.

◆ El activo más frecuentemente titulado han sido las participaciones hipotecarias cuyo subyacente son los préstamos hipotecarios.

Los bonos de titulación pueden ser emitidos en un único tramo o en varios tramos, a tipo de interés fijo o variable. La calificación crediticia otorgada por la agencia de rating y recogida en el folleto de emisión indica al futuro inversor la calidad de la mejora crediticia establecida sobre los préstamos hipotecarios y el grado de riesgo que asume ante posibles ruptura de la corriente de cash flow del deudor de préstamos al inversor de bonos, ante diferentes escenarios de amortización anticipada de los préstamos o ante variaciones de los tipos de interés cuando la emisión es a tipo fijo.

Otros fondos; los menos, son emitidos con un único tramo a tipo de interés fijo como el F.T.H. Hipotebansa I ó TDA 1 F.T.H..

Tras la aprobación del RD 926/1998 aparecen las primeras emisiones de fondos de titulización de activos. Siendo ahora una característica principal de este mercado la diversificación de activos subyacentes que respaldan las emisiones de renta fija emitidos por los fondos de titulización, (préstamos bilaterales y sindicados a grandes empresas nacionales y no residentes, préstamos a municipios, préstamos personales, préstamos al consumo, préstamos otorgados a las pymes, etc.

El primer fondo emitido al respaldo del Real Decreto fue el Fondo de Titulización de Activos Santander 1 el cual tituliza derechos de créditos del Banco Santander de vida inferior a 18 meses en una estructura de un fondo de carácter abierto, renovable y ampliable. Es abierto por su activo, ya que realiza una emisión de valores con cargo a derechos de crédito existentes y futuros, que se van incorporando sucesivamente al Fondo y abierto por su pasivo dando lugar a la incorporación de nuevos pasivos.

Los fondos de titulización pueden ser exclusivamente abiertos en el activo por renovación como el BCL MUNICIPIOS I Fondo de Titulización de Activos. Cuyo activo esta formado por préstamos que adquiera del Banco de Crédito Local, que clasifica los préstamos titulizables en “préstamos iniciales” los que adquiere en el momento de constitución del Fondo y “préstamos adicionales” los que incluirá en un futuro en el Fondo. El pasivo es cerrado y esta constituido por tres tramos de emisión de valores de renta fija colocados en el mercado AIAF

En 1999 se aprobó por parte del Ministerio de Economía y Hacienda la Orden de 28 de mayo, sobre convenios de promoción de FTA para favorecer la financiación empresarial.

Al amparo del Real Decreto 926/1998 es perfectamente viable la titulización de los préstamos concedidos a las Pymes por parte de las entidades de crédito, así como la titulización de los derechos de cobro de los cuales los acreedores son las pequeñas y medianas empresas.

Así el legislador ve en el proceso de titulización “un mecanismo alternativo para la financiación del nuestro tejido productivo”.

Posteriormente a través de la aprobación de la Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999 (BOE 4 de junio) el legislador establece el régimen y contenido de los convenios que podrán suscribir las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos¹ con el Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Dirección General del Tesoro y

Política Financiera con la finalidad de crear Fondos de Titulización de Activos, con el objetivo de favorecer la financiación empresarial.

Los Fondos que se creen al amparo de esta Orden Ministerial deben de cumplir los requisitos exigidos por los modelos de convenio que dictamina el legisladorⁱⁱ. Existen dos tipos de modelo de convenio.

- *Convenio Tipo de Colaboración sobre Fondos de Titulización de Activos.* Dirigido a constituir Fondos de Titulización para favorecer la financiación empresarial. Donde se establecen los compromisos a cumplir por ambas partes. De un lado, Dirección General del Tesoro se compromete a entregar los valores que van a constituir el activo del FTPYME . De otro lado, la SGFTA debe de cumplir los compromisos propios de su función de gestora y que la Ley ha ido dictaminando en la consecución de normas sobre titulización de activos.
- *Convenio Marco de colaboración entre el Ministerio de Economía y hacienda y las entidades de crédito para determinar los créditos susceptibles de cesión de los FTA que se creen para favorecer la financiación empresarial.*

Las características de los préstamos o créditos cedidos son:

- Los deudores de títulos emitidos serán empresas no financieras domiciliadas en España, de las cuales al menos un 40% deberán ser Pymes (según establece LCEur 1996,938)
- Serán títulos con una amortización inicial superior al año.
- Las entidades financieras emisoras de los préstamos y créditos cedidos al fondo deberán de reinvertir la liquidez obtenida por la venta de los activos a titular, una vez descontada las cuantías destinadas a la financiación y mejora crediticia del fondo, en préstamos o créditos con las características señaladas en los dos puntos inmediatamente anteriores, en un plazo de tiempo estipulado de la siguiente forma:

El 50% en el plazo de seis meses.

El otro 50% en el plazo de un año.

Actualmente son tres los fondos emitidos cuyo activo lo configuran préstamos de la línea PYME del ICO : FTPYME ICO.TDA 1, FTPYME ICO.TDA 2 y FTA BBVA-2 FTPYME ICO . A continuación se expone someramente, las líneas principales de la emisión del primer fondo escrito anteriormente.

FTPYME ICO TDA 1

La viabilidad del proceso de titulización para préstamos de pequeñas y medianas empresas, se ha puesto de manifiesto con la primera titulización de préstamos de la línea PYME del ICO por importe de 78.933 millones de pesetas (474,4 millones de euros).

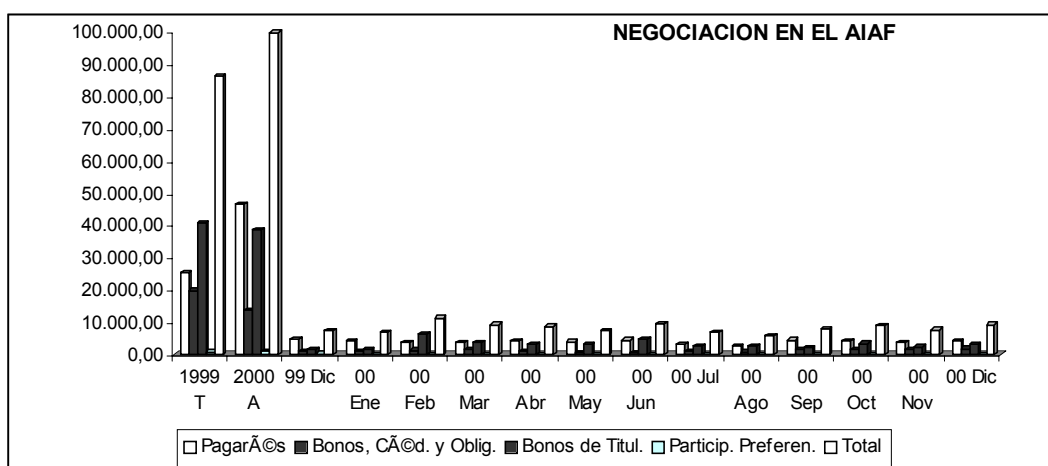
El Presidente del Instituto de Crédito Oficial, José Gasset, firmó el 29 de febrero de 2000, la primera operación de titulización de préstamos de la línea PYME del ICO. En la operación además del Instituto de Crédito Oficial intervienen la Dirección General del Tesoro, once entidades financieras que ceden los fondos a titularizar y TDA, Sociedad Gestora de Fondos de Titulización de Activos.

El Fondo emite a cargo del activo, 4.744 títulos representados en anotaciones en cuenta, con un nominal individual de 100.000 euros, emitidos a la par. Admitidos a negociación en el AIAF

Los bonos se dividen en dos clases, con igual nominal pero distinta amortización, pago de intereses y calificación crediticia

NEGOCIACION EN EL MERCADO AIAF

Los activos emitidos y negociados en este mercado son: bonos matador, bonos simples, bonos de titulización hipotecaria, bonos de titulización no hipotecaria, cédulas hipotecarias, obligaciones simples, pagarés de empresa, participaciones preferentes y pagarés titulizados.



UTILIZACION DE LOS BONOS DE TITULIZACION EN LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA

Las emisiones de bonos de titulización experimentaron un importante incremento en el año 2000 dentro de la tónica de crecimiento que se dio en la renta fija privada española durante ese año. Siendo este el primer año en el cual el volumen total de las emisiones registradas en el AIAF ha sido superior al de las emisiones de deuda pública del Estado, no solo en importe bruto sino también en cuanto a financiación neta.

Por el lado de la demanda de valores, la renta fija privada se vio favorecida por un mayor interés de las IIC debido tanto al descenso de las emisiones netas de deuda pública ya señalado como al deseo de los gestores de diversificar su oferta.

Los bonos emitidos tanto por un fondo de titulización hipotecaria como de titulización de activos tienen la siguiente consideración legal a los efectos de ser suscritos por inversores institucionales:

-El Real Decreto 2345/1996 de 8 de noviembre, permite la suscripción de estos bonos por parte de las Sociedades de Garantía Recíproca y la Circular del Banco de España de 27 de noviembre de 1998.

-El Real Decreto 2486/1998 de 20 de noviembre sobre Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, permite adquirirlos a las entidades aseguradoras en cumplimiento de sus obligaciones de provisiones técnicas.

-El Real Decreto 1307/1988 de 30 de septiembre, dictamina a estos bonos aptos para ser adquiridos por Fondos de Pensiones.

-Según el Real Decreto 1393/1990 de 2 de noviembre, los bonos podrán ser adquiridos por Instituciones de Inversión Colectiva con las limitaciones que establezcan las regulaciones específicas para cada tipo de fondo.

-Además de la regulación anterior, los bonos emitidos por el Fondo FTPYME ICO TDA1 podrán ser adquiridos por Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

Junto a los anteriores otro factor a destacar es la aceptación del uso de valores privados en las operaciones de regulación monetaria del área euro, con el consiguiente valor añadido para su tenencia por parte de las entidades financieras.

En el AIAF las garantías aportadas por las entidades financieras se instrumentan mediante operaciones simultáneas, en las cuales se utilizan principalmente, los bonos de titulización, segmento en el que suponen el 92% de la contratación.

CONCLUSIONES

La creación de fondos de titulización ha incrementado la oferta de títulos de renta fija emitidos y negociados en nuestro país generando un incremento de la gama de productos a largo plazo y con alta calidad crediticia a disposición de los grandes inversores institucionales, (fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguro), para la gestión de sus carteras. Téngase en cuenta que se ha ubicado la titulización de activos dentro del proceso de *desintermediación bancaria*, entendida como el desplazamiento de la actividad de intermediación financiera hacia intermediarios financieros no bancarios y mercados de valores organizados”, siendo uno de los factores que intervienen en este proceso el desarrollo constante de técnicas e instrumentos de gestión o de cobertura, que proporcionan a los inversores institucionales y a las gestoras de patrimonios mecanismos para el control y evaluación del valor de sus carteras. Además estos activos pueden ser utilizados como garantía de bancos y cajas en sus operaciones monetarias con el Banco Central Europeo.

El RD 926/1998 amplía la oferta de activos a titularizar y diversifica la tipología de los fondos de titulización.

La titulización de créditos bancarios ofrece indudables ventajas para las entidades financieras, pero también resulta beneficiosa para el mercado de valores y para los destinatarios finales de la actividad crediticia. En 1998 se amplió esta actividad a otros activos distintos a los hipotecarios y en 1999 se establece la posibilidad de titularizar créditos concedidos a las Pymes a través de fondos avalados por el Estado, lo que además de favorecer la movilización de los créditos, incrementa la predisposición de las entidades financieras a concederlos. Para facilitar la difusión de estos fondos se autorizó a los Fondos de Inversión Colectiva a invertir en estos. Ampliándose la gama de productos de inversión para las Instituciones de Inversión Colectiva. en un momento donde se está reduciendo las emisiones del Tesoroⁱⁱⁱ

En los folletos de emisión de todos ellos se establece que la negociación de los títulos emitidos por los mismos será en el mercado de renta fija privada AIAF.

Para concluir señalar que el desarrollo de estos fondos irá paralelo al crecimiento de la renta fija privada en general cuyo futuro dependerá de la continuada reforma que se esta

llevando en los mercados primarios y secundarios para hacerlos más eficientes y atractivos dentro del contexto europeo.

BIBLIOGRAFIA

AIAF .Estadística obtenida de su página www.aiaf.es

BLANCO, BAQUERO y CARVAJAL El proceso financiero de titulización de activos. Ed. Dykinson,S.L. Madrid 2000

BOE . Normativa referenciada

CNMV. Registro del los Fondos de Titulización

Memoria de la CNMV 1999

Freixas y Valero *La titulización en España*. Documento de trabajo 17/91 FEDEA

GARCIA y FORNIELES “*La titulización de activos: una interesante alternativa para la mejora de liquidez de las entidades financieras*” Rev Actualidad Financiera/marzo 2000, pp.3-22

PAGINA WEB DEL ICO. www.ico.es

Madrid Parra A. *Marco legal de la titulización de activos financieros en España..* Perspectivas del Sistema Financiero nº 44, 1993

Minguez Prieto R. *La nueva regulación de la titulización de activos.* en Perspectivas del Sistema Financiero Español, 1998,nº 62

ⁱ Las cuales deben de estar inscritas en el registro que para tal fin existe en la CNMV.

ⁱⁱ Se han establecido dos tipos de convenios, uno el Convenio Tipo de colaboración sobre Fondos de Titulización de Activos y otro el Convenio Marco de colaboración entre el Ministerio de Economía y las entidades de crédito para determinar los créditos susceptibles de cesión de los FTA que se creen para favorecer la financiación empresarial.

ⁱⁱⁱ La Orden de 28 de mayo de 1999 permite que los fondos de inversión en deuda del Estado puedan contratar instrumentos derivados no negociados en mercados secundarios organizados e invertir en aquella parte de los activos emitidos por los fondos de titulización que cuente con el aval del Estado. Asimismo se ha considerado oportuno permitir que un porcentaje de sus carteras pueda estar invertido en otros activos de renta fija siempre que disfruten de una calidad crediticia elevada. En el caso de los fondos de inversión en deuda del Estado de nueva creación se autoriza la inversión hasta un porcentaje determinado de su cartera en valores de renta variable