

HACIA UNA TITULIZACIÓN GENERALIZADA DE ACTIVOS.

Sotomayor González, Sebastián; Alconchel Pérez, Ana; Antón Gomez, Guadalupe; Díaz Ferrer, Leonor.
Universidad de Cádiz.

RESUMEN

La nueva regulación de la titulización de activos ha supuesto una ampliación significativa de las posibilidades que tenía hasta ahora la titulización en España. El Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, ha llevado el proceso de titulización a su generalización, tanto en cuanto a los activos susceptibles de ser objetos de la misma, y a los pasivos a los que puede dar lugar, como a las entidades afectadas, yendo más allá de las entidades de crédito. Bajo este contexto, realizamos el análisis de este instrumento financiero, contemplando las ventajas e inconvenientes que presenta para los distintos agentes económicos que intervienen en la titulización de los activos.

Si bien la titulización no es novedosa en España, ya que se regula por primera vez en 1992, no ha sido hasta 1998 el año en que el proceso de titulización se regula ampliamente, permitiendo el acceso a dicha figura financiera de una amplia variedad de "cedentes", que veían hasta entonces limitada su financiación vía titulización.

Para el análisis de la nueva situación creada seguiremos los siguientes epígrafes: conceptualización del proceso de titulización; desarrollo de la legislación referente a la titulización; y las ventajas e inconvenientes.

CONCEPTO DE TITULIZACIÓN.

La titulización la podemos definir como aquel proceso por el que una empresa (generalmente hasta ahora instituciones financiera y eléctricas) vende parte de sus activos (derechos de créditos), bien directamente a través de la emisión de bonos (de aquí su acepción de titulización, ya que dichos activos se "transforman en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y organizados" - exposición de motivos de la ley 19/1992), bien mediante la cesión de los mismos a un "vehículo" (Fondo de Titulación en el caso español), que será el encargado de buscar la financiación adecuada para la adquisición de dichos activos (emisión de bonos, préstamos ...).

Surge aquí una diferenciación entre:

- * Titulizaciones realizadas directamente por las empresas, es decir, sin la intervención del vehículo.
- * Titulizaciones en las que entre el cedente/vendedor de los derechos de créditos y los inversores se sitúa un intermediario que será el encargado de titular los mismos (Fondo de Titulación).

EVOLUCIÓN DEL MARCO LEGISLATIVO DE LA TITULIZACIÓN.

La primera normativa sobre titulización en España es la Ley 19/1992 de 7 de julio, en la que se establece la regulación de los "Fondos de Titulación Hipotecaria" (artículo quinto de la citada Ley), así como de las "Gestoras de Fondos de Titulación Hipotecaria" (artículo sexto).

Se abre así la vía de la titulización restringida, ya que sólo las entidades de créditos, emisoras de participaciones hipotecarias pueden, al amparo de esta ley, titular sus derechos de créditos, requiriéndose, además, para ello la cesión de los mismos al Fondo de Titulación Hipotecaria (vehículo adoptado por el legislador español). Cabe reseñar que por ser el subyacente de estas operaciones los préstamos hipotecarios realizados por dichas entidades, la garantía de cobro de los bonistas u obligacionistas está ampliamente garantizada tanto en intereses como en principal.

Los Fondos son fondos cerrados, ya que en el punto 1 del artículo quinto se establecen como "patrimonios separados y cerrados". Al hilo de lo citado en el punto 3 se fija la inalterabilidad del Fondo una vez otorgada escritura de constitución, salvo en "supuestos excepcionales" no especificados en la ley.

En el siguiente artículo de la ley se regulan las Sociedades gestoras de los Fondos, encargadas de la constitución, administración y representación legal de los mismos, así como de la representación y defensa de los intereses de los inversores finales. Además de los requisitos de autorizaciones y registros necesarios así como la salvaguardia de los intereses de los inversores, vía limitación en la participación en el capital de estas sociedades, se establece el sometimiento a la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva en lo que proceda de su Capítulo V del Título I de la Ley 46/1984.

Un paso más hacia la generalización de la titularización lo constituye el Real Decreto-Ley 3/1993 de 26 de febrero de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo. En su exposición de motivos se reconoce la problemática de las PYMES para "acceder a una financiación adecuada a sus necesidades". En un intento de paliar dichas dificultades se amplían los posibles derechos titulizables. Así, en el Capítulo tercero y bajo la denominación de "Medidas Financieras", en el artículo 16 se hace extensible (bajo ciertos requisitos de informes favorables de la CNMV y Banco de España), la citada ley 19/1992 en sus artículos quinto y sexto a la "titulación de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de "leasing", y los relacionados en general con las actividades de las pequeñas y medianas empresas".

Más tarde, en la ley 3/1994 de 14 de abril de adaptación a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, se hace referencia de nuevo a la titulización de activos en su disposición adicional quinta.

En esta ley aparece por primera vez la denominación de Fondos de Titulación de Activos, ya que ésta es la única diferencia que presenta su punto segundo con el artículo 16 del anterior decreto-ley 3/1993 mencionado.

Además, se reconoce la posibilidad de que las Sociedades Gestoras de Fondos Hipotecarios pasen a gestionar también Fondos de Titulación de Activos y se establece que reglamentariamente se regulará su régimen jurídico.

Es en la ley 40/1994 de 30 de diciembre en la que encontramos nuevas referencias normativas de la titulización en la ley de "Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional". En su disposición adicional octava se determina la paralización definitiva de las centrales nucleares en moratoria, y el reconocimiento a favor de las empresas eléctricas de unos derechos de compensación por las inversiones realizadas y el coste de la financiación de las mismas. Es precisamente este derecho de compensación a favor de las compañías eléctricas involucradas en las centrales nucleares no operativas definitivamente el que da pie a la aparición de los "Fondos de Titulación de Activos resultantes de la moratoria nuclear".

Una novedad respecto de la legislación existente hasta este momento resulta la de considerar estos nuevos Fondos como Fondos abiertos; así en el apartado a) de esta disposición se indica que el pasivo de los mismos estará integrado por "los valores que sucesivamente se emitan ...", y adicionalmente en el punto b) se determina que no se aplicará la necesidad de definir con precisión el contenido de los valores que se emitan así como el de las distintas series. Los aspectos fiscales siguen manteniéndose y se deja libertad para que los propios Fondos amorticen anualmente los derechos de compensación que figuren en su activo.

Se elimina, en ciertas condiciones, la necesidad de calificación de las emisiones, el estar representados los títulos por anotaciones en cuenta y la admisión a negociación de los mismos en mercados secundarios. Al mismo tiempo se independiza, los derechos de los obligacionistas de la buena marcha de las empresas ya que se reconoce el derecho absoluto de separación según lo previsto en los artículos 908 y 909 del Código de Comercio.

Con relación a las Sociedades Gestoras de Fondos, se generaliza aún más su denominación, ya que desde este momento, siempre que gestionen un fondo creado con este fin, podrán denominarse "Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización", por lo que desaparecen los originarios términos de "Hipotecarios" y posterior de "Activos".

Esta disposición adicional octava tiene su desarrollo normativo por Real Decreto 2202/1995 de 28 de diciembre. En lo referente a la titulización, en su disposición adicional segunda se establece el régimen jurídico de los "Fondos de Titulación de Activos resultantes de la moratoria nuclear". En esta disposición se reconoce la falta de desarrollo del régimen jurídico de los Fondos de Titulación de Activos y se introducen varios requisitos de constitución en el que se otorga un papel principal a la CNMV (comunicación previa, aportación de documentación de cesión de los derechos, verificación y registro del folleto informativo, registro definitivo).

Según lo visto, la normativa española en lo referente a Fondos y Gestoras de Titulación ha ido legislando para casos concretos (titulación hipotecaria, deuda de la moratoria nuclear). En aras a la generalización del proceso de titulización de activos se promulga el Real Decreto 926/1998 de 14 de mayo. Esta normativa introduce importantes novedades en el proceso de titulización. Estas novedades pueden resumirse en las siguientes:

- Dentro del concepto de activos susceptibles de titularizar se incluyen no sólo activos financieros, sino también otros derechos, como serían la cesión de créditos presentes y futuros. Si bien esta última posibilidad se restringe inicialmente a la cesión a un fondo del derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas dejando la posibilidad de ampliación a "otros derechos de naturaleza análoga" (art. 2).

En este último caso deberá determinarse por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inclusive si fuera necesario en orden a la materia concreta, informe del Departamento Ministerial.

- Establece la financiación del fondo casi exclusivamente mediante la emisión de títulos de renta fija (que deberán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado), si bien, y siempre que no excedan del 50 por ciento del total del pasivo, cabe la posibilidad de financiarse mediante la obtención de créditos bancarios, así como la posible participación a través de aportaciones al fondo de inversores particulares. La finalidad de estas aportaciones es la mejora de la solvencia y equilibrio patrimonial de la entidad, correspondiéndole a tales "socios", el posible remanente de la liquidación del fondo (destaca de esta fórmula de financiación adoptada su carácter novedoso, ya que constituye una financiación híbrida entre recursos propios y deuda subordinada, pues su recuperación y retribución se vincula al buen funcionamiento del fondo - remanente).
- Se establece la posibilidad de que el fondo sea cerrado (no permitiendo su modificación ni de su activo ni de su pasivo una vez constituido el fondo) o abierto (pudiéndose modificar bien el pasivo mediante la emisión sucesiva de títulos, bien el activo mediante su renovación o ampliación). Se busca, de esta forma, la posibilidad de titularizar los flujos a corto y medio plazo.

Como puede observarse la regulación determina tanto la estructura activa como pasiva de los fondos de titulización de activos. En la misma, además, se regulan los distintos requisitos de diversa índole (de carácter subjetivo, de carácter objetivo y formal), que deberán cumplirse para poder ceder un crédito a un fondo de titulización de activos.

Por su parte, en el capítulo II de dicho decreto se regulan las sociedades gestoras de fondos de titulización, si bien en la disposición transitoria única se establece que las sociedades gestoras de fondos de titulización hipotecaria pueden transformarse en aquéllas mediante solicitud ante el Ministerio de Economía y Hacienda, requiriéndose también informe previo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su autorización.

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA TITULIZACIÓN.

La titulización de activos presenta ciertas ventajas para la empresa cedente de los activos o derechos.

Así, la principal radica en la obtención de fondos que supone para la empresa. Al titularizar, la empresa transforma en liquidez una parte de su activo, lo que le va a permitir bien acometer nuevas inversiones productivas, bien aminorar los recursos ajenos empleados, mediante la eliminación o reducción del endeudamiento.

Una consecuencia inmediata es la mejora de los ratios financieros de la empresa, lo que repercutirá positivamente tanto en el coste de capital, como en el coste de futuras financiaciones. El proceso de titulización, además, puede ser continuo, ya que las nuevas inversiones pueden generar nuevos activos titulizables.

Este último aspecto es de especial importancia para las entidades financieras. Hasta ahora, éstas sólo han podido titularizar sus préstamos hipotecarios. Con la nueva legislación, resulta posible titularizar la totalidad de la cartera de préstamos. Además, los fondos liberados por la titulización, permiten a estas entidades financiar sus actividades crediticias, aspecto éste de especial importancia si se considera el desplazamiento que en los últimos años se ha producido del ahorro tradicional (depósitos) hacia otras formas más rentables de inversión, fundamentalmente hacia los fondos de inversión, motivado entre otras cuestiones por la mayor cultura financiera de los inversores.

Así, un ejemplo de las posibilidades que introduce la nueva regulación lo constituye la titulización de créditos comerciales realizada por el Banco de Santander. En este caso, el activo cedido al fondo está constituido por papel comercial de su cartera de créditos a empresas, es decir, efectos, letras de cambio y cualquier otro tipo de documentos utilizados para el descuento comercial. Una característica fundamental de estos activos es su corto plazo de vencimiento, ya que el vencimiento medio es de 40 días. Para la adquisición de estos activos el fondo emitirá títulos de uno o dos meses de vencimiento. Como se puede comprobar, se trata de un fondo abierto tanto por la estructura activa como por la pasiva, permitiendo un mecanismo ágil de transformación de créditos comerciales en liquidez.

Otra de las ventajas que presenta este fenómeno de la titulización (y por ende un factor importante a la hora de su colocación) resulta ser el de la separación entre el riesgo asociado a la posible empresa titularizadora y el riesgo asociado a los títulos emitidos bien por la empresa misma bien por el fondo, ya que los mismos estarán respaldados por derechos de créditos sobre terceros. Un ejemplo de esto sería la titulización de activos realizada por una pequeña empresa, sin solvencia suficiente para acudir a los mercados de capitales, mediante la cesión a un fondo de los derechos de créditos sobre empresas de reconocida solvencia. Aparece otro aspecto importante de la titulización; constituye una fuente alternativa de financiación para empresas pequeñas y medianas con difícil acceso a la financiación a medio y largo plazo.

Es de observar que el riesgo que asume el inversor final es el del posible fallo en el pago del deudor inicial de la empresa. Tal es esta transmisión de riesgo que la empresa que titula - denominada originadora - puede, incluso, en determinadas circunstancias, dar de baja de su balance los derechos cedidos.

Para paliar dicho riesgo y en aras a salvaguardar los derechos de los inversores y estimular la colocación de los títulos, existe la posibilidad de incorporar garantías suplementarias que permitan cubrir el citado riesgo. A título enunciativo podemos citar las siguientes:

- Garantías otorgadas por un tercero.
- División de la titulización en varios tramos, supeditando tramos, normalmente de mayor rentabilidad, al buen fin de otros tramos con prelación en el cobro de intereses y de principal.

- Emisión de títulos por importe menor a la totalidad de los derechos cedidos/vendidos, con lo que el riesgo global de la emisión disminuye al prorratear la probabilidad de fallido entre un mayor volumen crediticio inicial.

- Permutas financieras, contratos de seguros, contratos de reinversión a tipo de interés garantizados... (aspectos recogidos en el punto 7 del artículo quinto de la ley 19/1992)

Otra ventaja que introduce la nueva legislación es la de posibilitar la financiación de infraestructuras mediante la aportación de fondos privados, de esta forma, al permitirse la titulización de los ingresos futuros, se podrán acometer obras de infraestructura sin recurrir al presupuesto público, aspecto éste de gran importancia en el contexto actual de reducción del déficit público.

Por su parte, los inversores verán ampliada la gama de productos financieros que se les ofrecen.

Respecto a los inconvenientes podemos destacar entre otros, el encarecimiento de los recursos para las entidades financieras, ya que el coste de los fondos obtenidos será superior al de los tradicionales depósitos. Al tiempo, será necesaria una mayor homogeneización de los créditos concedidos, a fin de facilitar su cesión al fondo, lo que en ocasiones no resulta del todo fácil por la segmentación de clientela que presentan determinadas entidades. Dado que se suelen ceder los créditos de los mejores clientes, la calidad crediticia de los activos no cedidos serán normalmente baja, lo que disminuirá la calidad crediticia de la empresa, corriendo así un mayor riesgo por los créditos residuales, que puede transformarse en un mayor riesgo de activo y por ende en un mayor riesgo global y coste de los recursos.

Del lado de los inversores los posibles inconvenientes radican tanto en la complejidad que presenta el proceso de titulización como en el posible falta de liquidez de los títulos emitidos por el fondo, ya que si bien deben cotizar en mercados organizados, como se vio, la misma no tiene por que estar garantizada. Esto a su vez, puede traducirse en una mayor rentabilidad exigida a los títulos emitidos por el fondo, y en última instancia en un mayor coste de la cesión para la empresa.

CONCLUSIONES.

La nueva regulación de la titulización abre nuevas posibilidades tanto a las empresas como a las entidades financieras. El proceso de regulación seguido para la titulización de activos ha sido lento hasta llegar al Real Decreto 926/1998, en el que se produce una generalización del proceso de titulización. Varias son sus ventajas (posibilidades de financiación, mejora de ratios financieros, ...). Junto a ellas también se exponen algunos inconvenientes que puede acarrear la titulización (elevación de costes, necesidad de homogeneizar los créditos comerciales concedidos, ...). Será el análisis conjunto de ambos el que determine su conveniencia o no para una empresa concreta.

BIBLIOGRAFÍA:

- FREIXAS, X. Y J. VALERO, F. (1993), "LAS NUEVAS POSIBILIDADES DE TITULIZACIÓN EN ESPAÑA". PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO Nº 42.
- LAMOTHE FERNANDEZ, P. Y PRIETO PEREZ, F. (1994). "LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA. NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSIÓN". II CONGRESO DE MATEMÁTICA DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS. ALICANTE.
- LEY 19/1992, DE 7 DE JULIO, SOBRE RÉGIMEN DE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y SOBRE FONDOS DE TITULACIÓN HIPOTECARIA.
- REAL DECRETO 2202/1995, DE 28 DE DICIEMBRE, POR EL QUE SE DICTAN DETERMINADAS NORMAS EN DESARROLLO DE LA DISPOSICIÓN ADICIONAL OCTAVA DE LA LEY DE ORDENACIÓN DEL SISTEMA ELÉCTRICO NACIONAL.
- REAL DECRETO-LEY 3/1993, DE 26 DE FEBRERO, DE MEDIDAS URGENTES SOBRE MATERIAS PRESUPUESTARIAS, TRIBUTARIAS, FINANCIERAS Y DE EMPLEO.
- 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.
- MINGUEZ PRIETO, RAFAEL (1998). "EL NUEVO MARCO LEGISLATIVO EN LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS". ACTUALIDAD FINANCIERA. Nº. MONOGRÁFICO TERCER TRIMESTRE 1998.
- SAIZ PEREZ, C. (1995), "LA TITULIZACIÓN HIPOTECARIA Y SU RELACIÓN CON LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS". ACTUALIDAD FINANCIERA Nº 8.
- TRUJILLO DEL VALLE, J.A. (1995). "EL COSTE DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS". ICE Nº 742.