

Titulización: mucho más que emitir bonos

PABLO ALONSO GONZÁLEZ

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Facultad de Estudios Empresariales y Turismo
Universidad de Extremadura

RESUMEN

El objetivo de este artículo es el de mostrar todos los requisitos que son necesarios para llevar a cabo una operación de este estilo. Comenzando por las características que han de tener los activos que van a ser titulizados, se pasa a enumerar y explicar los pasos que se han de seguir en la preparación de cada emisión, haciendo explícito qué se persigue en cada uno de ellos. Finalmente, no podemos olvidar el papel desempeñado por las agencias de *rating* como evaluadoras del riesgo crediticio asociado a la emisión.

ABSTRACT

The aim of this article is to show all the needed requirements to carry out this type of issue. First of all, we begin pointing out the characteristics that assets must have to be securitised, after that we continue enumerating and explaining the necessary steps for the preparation of any issue, illustrating what is pursued in each of them. Finally, we can not forget the role played by the rating agencies in evaluating the credit risk associated with the issue.

1. CONCEPTOS GENERALES

Si tuviéramos que dar una definición de lo que es la titulización, necesariamente deberíamos hacer referencia a términos tales como respaldo, cesión o transformación. Así, para Trujillo (1996), la titulización de una cartera de acti-

vos, entendido el término activo en su sentido más amplio, consiste en su utilización como respaldo en la emisión de otros activos de características más favorables para su negociación en los mercados. Por su parte, Morrisey (1992) señala que se trata del proceso de conversión de préstamos o derechos de crédito en instrumentos negociables. Más específicamente, permite que activos de pequeña cuantía, no negociables, y de diferente solvencia crediticia, sean reconvertidos en nuevos y líquidos valores negociables acompañados de mejoras crediticias, los cuales ofrecen flujos financieros que pueden diferir notablemente de los provenientes de los flujos originales de respaldo. En esta línea, cabe incluir la definición dada por Blanco y Carvajal (1999), los cuales ponen el énfasis en la idea de conversión de activos. Así, consideran que la titulización transforma activos heterogéneos, singulares, generalmente de pequeñas cuantías, con riesgo de crédito, de difícil negociación y con un cierto esquema de flujos y duraciones en otros activos que son seriados, de mayor importe, de fácil transmisión, líquidos, con mejoras en el riesgo de crédito y a veces también en el riesgo de interés. Para otros, como Rosenthal y Ocampo (1988), la titulización es el proceso estructurado por el cual préstamos y otros derechos de cobro son agrupados, colocados y vendidos en la forma de valores, comúnmente denominados valores respaldados por activos o *asset-backed securities*.

Teniendo en cuenta todas las definiciones anteriores y que este proceso está en continua evolución, podríamos definirlo como un mecanismo de obtención de fondos mediante la agrupación y venta a un tercero independiente de parte de nuestros activos, financieros o no. Tales activos se caracterizan por ser de naturaleza homogénea aunque presentan diferencias en sus características financieras, además de ser difícilmente negociables por separado y presentar distintos niveles de riesgo. Este tercero emite valores negociables, homogéneos y con riesgo mejorado para conseguir los fondos necesarios para pagar esos activos, siendo los rendimientos de éstos los que servirán para hacer frente al servicio financiero de los bonos creados.

Las razones que pueden llevar a una compañía a emprender una operación de titulización son algunas de las siguientes:

- Obtención de fondos y diversificación de las fuentes de financiación.
- Elevación del rendimiento obtenido por el capital invertido, ya que con este tipo de operaciones desaparece el riesgo inherente a la inversión pero no parte de los beneficios —comisión de administración de los activos cedidos—. Además, en el caso de las entidades financieras se reduce el nivel exigido de recursos propios.

- Reducción de la exposición al riesgo de crédito asociado a ciertos activos.

A la luz de la experiencia internacional, los activos que son susceptibles de ser titulizados han de cumplir con una serie de requisitos. Son los siguientes:

- Han de generar flujos de caja, es decir, han de poseer el derecho a recibir ciertas cantidades en determinadas fechas.
- Han de poseer una determinada garantía de respaldo: si dicha garantía es susceptible de ser valorada, entonces, llegado el caso, puede ser realizada por el emisor de los títulos. Por ejemplo, en los préstamos hipotecarios la garantía es la propiedad que se adquiere con dichos fondos. Si se produjera un impago por parte del prestatario, un modo de hacer llegar los flujos prometidos a los bonistas es mediante la venta de dicha propiedad.
- Han de tener una cierta distribución del riesgo, es decir, se debe intentar lograr una cierta diversificación del riesgo. Por ejemplo, si queremos titularizar una cartera de préstamos, pongamos unos cuatro mil, uno sólo de ellos apenas tiene peso sobre el total y por tanto su comportamiento no llegaría a distorsionar el rendimiento del conjunto. Sin embargo, si en vez de realizar la operación con cuatro mil, la llevamos a cabo con sólo 50, entonces ese único préstamo sí tiene influencia sobre el conjunto, por lo que habría que analizar todos y cada uno de los préstamos incluidos en el lote.
- Han de ser homogéneos, es decir, todos los activos que van a ser titulizados han de poseer características similares. Dicho de otra forma: han de ser productos de igual naturaleza —todos préstamos, todos alquileres de oficinas, etc.—.
- Han de carecer de cargas legales, es decir, si por ejemplo estamos titulizando flujos por *leasing* de, digamos, fotocopiadoras, entonces, en caso de impago por el arrendatario, el activo no le ha de revertir a su propietario, sino al emisor de los títulos. A estas cargas es a lo que se conoce como *executory clauses*.
- Independencia respecto al originador, es decir, los flujos que dicho activo promete entregar en el futuro no han de guardar relación con la existencia o no del originador. Así, si estamos titulizando préstamos hipotecarios, esta condición establece que, si la entidad financiera que

concedió los préstamos fuera a la quiebra, las cuotas asociadas a dicha operación llegarían íntegramente al emisor, pues éste ha adquirido la plena propiedad del préstamo. De ahí que al emisor se le conozca como entidad *bankruptcy remote*.

Una vez que hemos visto en qué consiste la titulización y qué requisitos se precisan en los activos que van a protagonizar esta operación, nos vamos a centrar en enumerar y explicar los pasos a seguir para llevar a buen puerto la puesta en marcha de una emisión. Es decir, nos vamos a centrar en el cómo titular. De forma muy resumida, los pasos a dar son los siguientes:

1. Identificación y agrupamiento de los activos.
2. Aislamiento de dichos activos del riesgo asociado a su originador.
3. Emisión de los valores.
4. Gestión y administración de los activos titulizados.
5. Incorporación de las mejoras necesarias para garantizar los flujos prometidos a los bonistas.

Veamos cada uno de ellos con más detalle.

2. FASES DE LA TITULIZACIÓN

2.1. Paso uno: Identificación y agrupación de los activos

La naturaleza de los activos que pueden ser objeto de una operación de titulización es tremendamente variopinta. Desde los préstamos hipotecarios, primeros activos con los que se llevó a cabo una operación de este tipo, pasando por préstamos para la adquisición de automóviles, derechos asociados a tarjetas de crédito, segundas hipotecas —conocidas como *home equity securitizations*—, alquileres de oficinas —por ejemplo, la realizada con las oficinas de La Défense en París, *leasing* de aeronaves como la realizada por Iberia, ingresos de *pubs* británicos como la realizada por la cadena Wellington, abonos de temporada en la liga de fútbol, como la realizada por la AC Fiorentina, derechos sobre películas de cine, como la llevada a cabo en Italia con los llamados *James Bond Bonds*, hasta llegar a los *royalties* generados por la venta de discos, como por ejemplo la asociada a los discos de David Bowie, o la realizada en España basada en centrales atómicas afectadas por la moratoria nuclear—.

Pero además de identificar los activos objeto de la operación es necesario valorarlos. Esta operación puede resultar relativamente fácil en los casos en los que los flujos de caja prometidos por los activos son conocidos —por ejemplo, en los préstamos hipotecarios—. Sin embargo, esta tarea puede incorporar altas dosis de incertidumbre cuando se trata de valor de flujos que se producirán en el futuro y que por tanto son estimados como en el caso de los llamados *Bowie Bonds*, los ingresos que se supone que se obtendrán por la venta de discos durante los años venideros. Por ejemplo, en este caso concreto, el punto central estaba en que no sólo los derechos traspasados eran los correspondientes a varios discos de oro y platino en EE.UU. —500.000 y un millón de copias vendidas, respectivamente—, sino en la regularidad de las ventas a lo largo del tiempo. Así, durante 1996, y sin contar la temporada de Navidad, Bowie vendió más de 200.000 copias de los álbumes cedidos. Todo ello pone de manifiesto la necesidad de contar con información lo más veraz y completa posible para poder llevar a cabo esta tarea. Esto es lo que ha llevado a asociaciones profesionales como The Bond Market Association, a solicitar unos requerimientos mínimos de información sobre los activos que van a ser titulizados. En concreto, establecen los siguientes:

- Rendimiento medio ponderado de los activos que respaldan a los títulos en el momento de la emisión.
- Vencimientos previstos de los activos.
- Vencimiento medio ponderado de los activos que respaldan a los títulos en el momento de la emisión.
- Impagos del período presente, es decir, importe de activos que han pasado a la situación de impagados en el período actual.
- Impagos acumulados, es decir, importe de activos que han pasado a la situación de impagados no sólo en el período actual, sino en todos los anteriores.
- Hipótesis sobre amortizaciones anticipadas.

2.2. Paso 2: Aislamiento de los activos

Una vez identificados y agrupados los activos, el siguiente paso consiste en «independizar» a éstos del riesgo soportado por la entidad que los ha generado. Para ello, lo que se hace es transferir esos activos a un tercero mediante venta. Este nuevo agente en escena, que se crea exclusivamente para adquirir dichos

activos —conocido como SPV o Special Purpose Vehicle—, tiene la propiedad de ser inmune a los problemas que pueden surgir en el originador —es decir, es un *bankruptcy remote*—, de modo que si éste fuera a la quiebra, los activos a él cedidos no podrían ser utilizados en la liquidación de aquél.

La forma de generar este tercer agente es muy diferente según las legislaciones existentes. Hay dos grandes orientaciones: por un lado, las estructuras formadas en los Estados Unidos, y por otro, las creadas en Europa. A su vez, dentro de estas últimas es necesario distinguir entre el esquema inglés y el continental, diferenciándose entre sí por la utilización o no de la figura del Trust. En Estados Unidos las estructuras de arranque se acogieron en su mayoría al llamado *grantor trust*, término generado en el ámbito de la legislación tributaria de aquel país. En este caso, el contrato entre el fiduciario y el depositario-cedente contiene los aspectos básicos de la estructura, que son los siguientes:

- La agrupación y cesión de las operaciones crediticias a favor del Trust.
- La emisión, como contrapartida, de certificados participativos en el activo del Trust que se entregan a la entidad cedente.
- El nombramiento del originador como servidor de la emisión.
- La previsión del Trustee como representante de los intereses de los inversores en la emisión.
- Las posibles actuaciones del Trustee en caso de incumplimiento de los pagos a los inversores.

Los certificados entregados a la entidad vendedora de los préstamos son colocados en el mercado directamente, o bien a través de bancos de inversiones. Éste fue el esquema utilizado en los primeros años en todas las emisiones de *pass-through* garantizados por la agencia GNMA (Government National Mortgage Association) de EE.UU. Sin embargo, estos *grantor trusts* presentaban una limitación básica consistente en la imposibilidad de emitir distintas clases de valores en cuanto a vencimientos, por lo que la incertidumbre derivada de la cancelación anticipada se trasladaba directamente a los inversores. Para superar este escollo se acude a la caracterización de los valores emitidos como deuda, no certificados de participación, para lo cual es necesario que aparezcan en el pasivo de la entidad emisora fondos propios, la llamada porción residual, y que se realicen transformaciones financieras entre los flujos de entrada y los de salida. Así, fue posible emitir clases de valores de distinto vencimiento, manejando los flujos de entrada en el emisor, permitiendo una mayor adaptación a las necesidades de los ahorradores.

Por lo que se refiere a Europa, y como se ha indicado más arriba, hay dos grandes corrientes: por un lado, la británica, más similar a la norteamericana, y por otro, la continental. En el Reino Unido, la constitución y funcionamiento de la sociedad emisora también aparece marcada por la utilización de la figura del Trust, entidad jurídica común en el derecho empresarial anglosajón, y en especial, en el campo financiero. La arquitectura más habitual consiste en la constitución de una sociedad anónima que cumple los requisitos mínimos exigidos por la legislación societaria y cuyo capital está en manos de una sociedad tenedora que normalmente posee las acciones de otras sociedades instrumentales creadas con el mismo fin. A este diseño, que permite afrontar varias emisiones, se le denomina «estructura huérfana». El capital de la sociedad *holding* o tenedora es poseído por un Trust que carece de finalidad lucrativa. Mediante la asignación de los derechos económicos y políticos al Trust se consigue que no se produzca la integración o consolidación de la sociedad vehicular con la entidad cedente, evitando un tratamiento de la cesión de las operaciones contrario al pretendido. Los fideicomisarios o *trustees* son también designados en las emisiones para hacerse cargo, como profesionales especializados, de los intereses de los bonistas como colectivo, supervisando el normal cumplimiento de las obligaciones asumidas para con los inversores y, sobre todo, para ejercer las acciones en el caso de incumplimiento por parte del emisor. Tienen, por tanto, una función a la que nuestro derecho atribuye al Comisario de un sindicato de obligaciones o acreedores.

En cuanto al modelo continental, tienen como pieza central la creación de un Fondo, caracterizado por poseer un patrimonio nulo, carecer de personalidad jurídica, y por tanto han de ser representados legalmente por parte de una sociedad gestora. Ejemplos de este esquema son los modelos francés y español. Así, en el primero de ellos, esa pieza central la constituye un Fondo denominado Fondo Común de Créditos, mientras que en el caso español es el Fondo de Titulización. En ambas legislaciones, el Fondo de Titulización se asemeja a un fondo de inversión colectiva, si bien poseen mayor flexibilidad para emitir valores negociables. En las primeras operaciones de titulización, llevadas a cabo a comienzos de los noventa, tales Fondos se configuraban como patrimonios esencialmente cerrados, es decir, las operaciones crediticias que formaban su activo quedaban definidas desde la constitución del Fondo de Titulización, por lo que su sustitución o alteración suponía una modificación de sus documentos fundacionales. No obstante, este hecho ha quedado relajado en nuestra legislación tras la aprobación del 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, en el cual se autorizan los Fondos abiertos (artículo 4).

2.3. Paso 3: La emisión de valores

La creación y lanzamiento al mercado de los títulos valores, es la máxima expresión de la titulización y es la materialización en dinero efectivo en el instante actual, de los flujos de caja esperados en el futuro por los activos adquiridos por el emisor de esos títulos. En esta fase, el problema crucial es el acompañamiento que debe existir entre los flujos que recibirá el emisor procedentes de los activos adquiridos y los que deberá pagar a los poseedores de los títulos en concepto de intereses y principal. La elección entre los distintos tipos de bonos existentes va a depender de dos factores:

- Por un lado, de la naturaleza de los activos, en donde vamos a distinguir entre activos hipotecarios y el resto.
- Por otro, por el ritmo de desaparición de los activos, en donde vamos a distinguir entre activos amortizables y no amortizables.

Dentro de los Bonos respaldados por activos hipotecarios, conocidos como Mortgage-Backed Securities o MBS, encontramos dos grandes familias:

- Los llamados *Pass-through*:
 - Los títulos de esta clase se caracterizan porque los inversores finales son propietarios de parte de la cartera de préstamos que se han titulado. Mediante este sistema, los préstamos se agrupan, formando lo que se denomina *pool* de hipotecas, para a continuación ser colocados en un Depósito o Trust, regido por un fiduciario o Trustee, el cual emite unos certificados de propiedad que son adquiridos por esos inversores. El originador o cedente, generalmente, lleva la administración de los préstamos y recauda las cuotas de principal e intereses para el Fondo, las cuales, una vez deducida la comisión por gestión, pasan al depósito y de éste a los inversores. Es decir, los flujos que generan los préstamos pasan desde los prestatarios hasta los adquirentes de las participaciones a través del Trust, de ahí el nombre *Pass-through* (pasar a través de).
- Los llamados Collateralised Mortgage Obligations o *Pay-through*:
 - Son emisiones divididas en varios tramos respaldados por un conjunto de préstamos hipotecarios. En su estructuración, el emisor reparte los flujos de caja que proceden de los préstamos hipotecarios de respaldo entre las varias clases de títulos en que se divide

la emisión, cada una de las cuales se diferencia de las otras en su rendimiento, vida media y orden de amortización. Existen diversas clases de CMO:

- **Tramos de pago secuencial (Sequential Pay o «Plain Vanilla» Tranches):**
Es el más básico de todos ellos. A medida que se reciben los flujos procedentes de los préstamos de respaldo, el emisor paga el cupón a un tipo de interés predefinido a los bonistas de cada uno de los tramos. Los fondos dedicados a la amortización de principal se destinan en primer lugar al primer tramo y hasta que éste no esté amortizado no comienza la amortización del siguiente, y así sucesivamente hasta ir acabando con todos los tramos que componen la emisión.
- **Clases de amortización programada (Planned Amortization Class o PAC):**
En este caso se vincula la amortización de los bonos de la clase afectada a que la amortización anticipada de los activos no se salga de una banda preestablecida, de forma que si esas cancelaciones anticipadas son superiores a las previstas por la banda, no se amortiza el principal de la PAC sino de otros tramos, llamados acompañantes o de apoyo. Si, por contra, las cancelaciones anticipadas se realizan de una forma más lenta a la establecida, el exceso de principal se destina a ralentizar la amortización del principal de otros tramos. El objetivo de esta clase de tramos es el de dotar a los mismos de una mayor estabilidad en cuanto al rendimiento y vida media.
- **Clases acompañantes o de apoyo (Companion o Support Tranches):**
Existen siempre que haya un PAC y es la encargada de absorber la variabilidad en el principal de aquella debido a las amortizaciones anticipadas en el activo de respaldo. En el caso de los tramos a tipo fijo, su vida media se elevará ante subidas en los tipos de interés y descenderá en caso contrario.
- **Tramo Z o Bono acumulado (Accrued Bond):**
Conocida también como Clase residual, en contraposición con las demás que se suelen denominar normales o *regular bonds*. Las clases normales se caracterizan por tener un tipo de interés fijado desde el comienzo y desde esa fecha comienza a pagar

intereses. La clase residual, el Bono Z, es un título de interés acumulado que funciona de la siguiente forma: los intereses se devengan pero no se pagan, por lo que se acumulan al saldo vivo. Al mismo tiempo, las otras clases de bonos van recibiendo sus intereses y su principal correspondiente. Una vez que las clases correspondientes a los bonos normales han sido amortizadas, los Bonos Z comienzan a recibir sus intereses y principal de forma regular junto con los intereses acumulados.

Por lo que se refiere a los Bonos respaldados por activos no hipotecarios, conocidos como Asset-Backed Securities o ABS, de manera general utilizan las mismas estructuras que en el caso de los MBS. Sin embargo, existe un conjunto de modificaciones que se utilizan para mantener el conjunto de activos que generan los pagos tanto de principal como de intereses en estos ABS. A éstos se los conoce generalmente como estructuras no amortizables —*non amortizing* o *revolving*—, en contraposición con las amortizables empleadas en los MBS. Se entiende por activo amortizable aquel que es cancelado en un cierto período de tiempo siguiendo un esquema de pagos de principal e intereses. Un caso claro son los préstamos hipotecarios. Por contra, un activo no amortizable es aquel que no tiene un esquema de amortización de principal, pero sí pagos periódicos de interés. Un ejemplo lo constituyen los derechos asociados a las tarjetas de crédito. En este caso, estos activos son titulizados usando una estructura de amortización controlada, es decir, tras un período en el cual los activos que se amortizan se sustituyen por otros de igual valor —*revolving period*— en el que sólo se pagan intereses, se procede a la devolución del principal en una serie de pagos periódicos en un intervalo de tiempo que suele ser inferior al año.

2.4. Paso 4: Gestión y administración de los activos titulizados

Toda operación de titulización necesita de la participación de una entidad encargada de la gestión de la misma. Esta función ha adquirido naturaleza independiente a raíz de la puesta en marcha de los procesos de titulización, ya que antes aparecía forzosamente vinculada a la operación activa contratada con la entidad crediticia. Esta tarea es realizada frecuentemente por la propia entidad cedente, incluso por imperativo legal, salvo en mercados muy especializados como el norteamericano, en el que puede ser objeto de negociación en el mercado secundario.

Por ejemplo, en una titulización hipotecaria comprende las siguientes tareas:

- Comunicación a los prestatarios de los vencimientos de sus obligaciones de pago de cuota del préstamo.
- Notificación de las obligaciones en mora.
- Contabilización y registro de los pagos.
- Recaudación e ingreso en las cuentas establecidas a favor del emisor, de todos los pagos realizados por los deudores, incluidas las amortizaciones anticipadas totales o parciales.
- Administración de los pagos por conceptos fiscales, derivados de los activos financiados y primas de seguro abonadas.
- Remisión de la información fiscal relevante a los prestatarios.
- Iniciación de los trámites documentales y formales para la exigencia forzosa de las cantidades impagadas.
- Conservación y custodia de los documentos contractuales y los demás confiados en virtud de la operación de crédito realizada.
- Cálculo y notificación del nuevo tipo de interés para cada período si la operación se ha pactado a tipo variable.

Una exigencia común a todas las emisiones de titulización es la presencia de una entidad sustituta o suplente que esté dispuesta en todo momento a prestar la función en caso de insolvencia, renuncia o imposibilidad por parte de la institución inicialmente designada. La realización de estos servicios es retribuida por el emisor mediante una comisión variable en función del saldo de la deuda viva, en cada período de liquidación.

2.5. Paso 5: Incorporación de las mejoras crediticias

En la definición de titulización que dábamos en el apartado 1, se señalaba que una de las características de los valores emitidos era que poseían un menor riesgo que los activos que los soportaban. Los peligros que acechan a los inversores en títulos generados mediante este mecanismo están derivados de la no recepción de los flujos prometidos en las fechas convenidas, lo cual puede ocurrir por muy diversas razones, entre las cuales podemos citar las siguientes:

- Morosidad de los obligados finales —prestatarios en el caso de los préstamos hipotecarios.

- Amortización anticipada de los activos de respaldo.
- Retrasos en la percepción de los flujos por parte del emisor.

Además de estas circunstancias, existen otras que pueden hacer peligrar el éxito de la operación, o al menos, que se obtengan unos resultados peores a los previstos. Esto ocurrirá cuando la emisión se vea amenazada por situaciones como el riesgo de interés —por ejemplo, activos de respaldo a tipo fijo y bonos emitidos a tipo variable— o el riesgo de cambio —por ejemplo, activos de respaldo nominados en dólares y valores emitidos en euros—. De ahí que para evitar que este cúmulo de circunstancias no afecte negativamente a la emisión, es por lo que se realizan un conjunto de contratos que tratan de evitar o al menos paliar estas situaciones. A estos contratos de «salvavarda» de la operación es a lo que se conoce como mejora crediticia y tienen como finalidad la cobertura o protección de la emisión ante un conjunto de riesgos que pueden afectar al esquema programado de flujos. Estos mecanismos de protección pueden ser suministrados por:

- Agencias federales o estatales, fenómeno típicamente norteamericano.
- Compañías de seguros.
- Entidades de crédito.

Por lo que se refiere a las primeras, las garantías pueden ser de dos clases:

- Las emisiones en las cuales se garantiza el total y puntual pago a los inversores de los intereses y el principal, cualquiera que sea la evolución de los préstamos participados. Son todas las emisiones de GNMA, FNMA (Federal National Mortgage Association) y ciertas emisiones de la FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation) —los llamados Gold PC—, por lo que se equiparan en riesgo crediticio a las realizadas por el Tesoro Público, gozando, por tanto, de la máxima calificación.
- Emisiones modificadas que garantizan a su tenedor el pago puntual de intereses y la devolución del principal, aunque esta última no en plazo. No obstante, sí se marca un plazo máximo para la devolución, que puede llegar a un año en el caso de los PC emitidos por la FHLMC.

En cuanto a las ofrecidas por las compañías aseguradoras, se pueden dividir en las siguientes categorías:

- Seguros contratados en origen:
 - Son pólizas suscritas al tiempo de formalización de la operación de préstamo, especialmente en las de naturaleza hipotecaria. Es el seguro que se formaliza a beneficio del prestamista en aquellos casos en los que el deudor puede pagar las cuotas periódicas, pero no está en condiciones de afrontar suficiente desembolso inicial como para que la relación entre el préstamo y el valor de tasación del inmueble hipotecario no supere el porcentaje recomendado.
- Mejoras de titulización ofrecidas por entidades de seguros:
 - En este caso, la cobertura prestada por las compañías de seguros no aseguran la devolución del principal y los intereses a los bonistas, sino que se dirige a mantener el valor de los activos que respaldan la emisión.
- Seguros de garantía financiera:
 - También llamado seguro de bono. Surge en los setenta en Estados Unidos con la creación de la MBIA (Municipal Bond Insurance Association), asociación dirigida a asegurar las emisiones realizadas por las corporaciones municipales de aquel país. La garantía más usual es la que asegura la devolución total y puntual de capital e intereses de las emisiones respaldadas. Es la llamada garantía cien por cien, que para hacerse efectiva sólo exige la reclamación pertinente por parte del bonista. La prestación del seguro de garantía financiera depende en gran medida del mercado de reaseguro, es decir, de la posibilidad de colocar total o parcialmente el riesgo asumido entre otras compañías de seguro.

Por lo que se refiere a las ofrecidas por las entidades de crédito, tenemos las siguientes:

- Líneas de crédito:
 - Funciona como una garantía o aval bancario. La entidad avalada es el Fondo, contratada la garantía por la Sociedad Gestora, los beneficiarios son los bonistas y el objeto del aval o causa de que el banco prestador del mismo deba pagar, es la disminución de los ingresos previstos por el conjunto titulizado como consecuencia del impago por los deudores.

- Financiación subordinada:
 - La proporciona la entidad originadora o cedente, teniendo el préstamo o crédito el carácter de subordinado, es decir, postergado en el cobro de intereses y capital al resto de acreedores del Fondo, destacando como tales los bonistas. Estos créditos se conceden al Fondo para hacer frente a conceptos que aparecen al comienzo de la emisión, tales como los gastos legales de constitución del Fondo de Titulización y de emisión de los bonos, pago de costes de calificación y primas iniciales por mecanismos de mejora prestados por compañías aseguradoras o crediticias, suministro de liquidez para adquirir las operaciones titulizadas y, en general, para cubrir el desfase hasta los primeros ingresos provenientes de los préstamos cedidos o dotación de un fondo de reserva si dicha figura está prevista.
- Contrato de reinversión a tipo garantizado:
 - Destinados a rentabilizar los flujos no previstos que recibe el emisor. Dentro de éstos se encuentran los asociados a amortizaciones anticipadas, pagos morosos debidamente incrementados, los procedentes de la ejecución y realización de las garantías, además de la disponibilidad transitoria que tiene el Fondo cuando no coinciden exactamente los períodos de pago de intereses y los de abono de rendimientos a los bonos emitidos.
- Contratos de permuta financiera:
 - Destinados a aislar al emisor de los riesgos derivados de la distinta naturaleza de los flujos que a él entran y salen. Por ejemplo: flujos de entrada a tipo fijo y de salida a tipo variable.
- Acuerdos de recompra de deuda viva:
 - Consiste en que la contraparte, generalmente una entidad financiera con el *rating* adecuado, se compromete a adquirir el volumen de deuda pendiente aportando al Fondo la liquidez equivalente. Se incluye el término recompra porque en la mayoría de las emisiones este compromiso es asumido por la propia entidad cedente.

Además de estos mecanismos ofrecidos por entidades ajenas al emisor, existen otros cuyo origen están en la propia estructuración de la operación y que por tanto pueden ser considerados como mecanismos internos de mejora. Los más habituales son los siguientes:

- Sobrecobertura:
 - Consiste en la cesión al Fondo de un conjunto de préstamos, cuyo valor financiero supera al importe recibido como consecuencia de la emisión de bonos, por lo que el Fondo no tiene, en este caso, un valor patrimonial nulo. Este tipo de protección es imposible con la legislación española, ya que se exige que el patrimonio del Fondo de Titulización sea nulo.
- Emisiones con tramo principal/subordinado:
 - Consiste en la división de la emisión en al menos dos tramos: uno *principal* y otro u otros *subordinados*. El tramo principal goza de mejor *rating* que el otro tramo y va destinado a inversores que buscan un riesgo crediticio y de tipos reducido. Este tramo es el primero en ser amortizado. El tramo o tramos subordinados soportan todos los retrasos e incumplimientos que puedan producirse en los activos de respaldo, de modo que, si se producen únicamente las pérdidas estimadas, los inversores de la clase principal cobrarán puntualmente las cantidades prometidas de principal e intereses y no les afectarán los incumplimientos. Estos tramos se amortizan a continuación del tramo principal.
- Cuenta de margen:
 - Proporciona un soporte de liquidez para proteger al Fondo de cualquier disminución o retraso que pueda producirse en los flujos de entrada previstos. La cuenta se forma por el diferencial entre los intereses abonados por los prestatarios originales y los rendimientos abonados a los bonistas, descontados, en su caso, aquellos conceptos de gastos que supongan pagos a terceros que presten servicios a la emisión. Estas diferencias netas que alimentan la cuenta son debidamente reinvertidas, teniendo en cuenta además que existen desfases temporales derivados de la diferente frecuencia de capitalización entre unos y otros flujos. Generalmente, la cuenta se deposita en la propia entidad cedente, siempre que ésta disponga de una calificación crediticia suficiente para no comprometer el *rating* de la emisión.
- Mecanismo *revolving* o de mantenimiento:
 - La entidad originadora se compromete, durante un cierto tiempo, habitualmente de uno a dos años desde que se lanza la emisión, a vender al emisor contratos de condiciones financieras análogas a los ya titulizados, recibiendo a cambio la liquidez derivada de la amor-

tización anticipada efectuada por los deudores. Con este procedimiento se consigue, por una parte, mantener el calendario previsto para los valores puestos en circulación y, por otra, asegurar que esas entradas monetarias mantengan el rendimiento financiero inicialmente previsto al diseñar la emisión.

3. EL RATING EN LAS OPERACIONES DE TITULIZACIÓN

Como se ha visto en el apartado anterior, la instrumentación y puesta en marcha de una emisión de esta clase es compleja e involucra a un elevado número de entidades, cada una de ellas con una determinada responsabilidad, todo ello con el fin de conseguir que a los inversores en estos títulos les lleguen los flujos prometidos en las fechas establecidas. Toda la estructura es objeto de estudio por compañías independientes que evalúan un conjunto de aspectos con el fin de averiguar si efectivamente y bajo muy diversas circunstancias, los flujos pactados van a llegar en la fecha y forma fijadas. Estas compañías son las agencias de *rating* y su participación en esta clase de operaciones es fundamental, por su papel de evaluadoras del riesgo crediticio asociado a estas operaciones. En el caso español su participación viene obligada por la normativa vigente, tanto de titulización hipotecaria (artículo 5.8 de la Ley 19/1992, de 7 de julio) como no hipotecaria (artículo 2.3.a del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo). Los aspectos en los que se centra una agencia de *rating* son los siguientes:

- a) Análisis de los activos de cobertura:
 - El primer paso consiste en la recopilación de la información relativa a los activos que se le van a vender al emisor —Fondo de Titulización en el caso español—. Dicha información dependerá, lógicamente, del tipo de activo que sirva de cobertura. En este paso se reúne información técnica sobre las características de esos activos. Además, se recoge información referida a otros aspectos tales como su diversificación geográfica y por agentes, datos históricos de impagos, cancelaciones parciales o totales en el caso de préstamos, y aspectos organizativos en el proceso de generación o adquisición de tales activos por parte de la entidad cedente.
- b) Análisis de la estructura diseñada:
 - Se trata de detectar posibles fallos que puedan darse en el trasvase desde los usuarios de los activos titulizados hasta los bonistas. En concreto, el análisis se centra en el estudio tanto de los flujos como

de la participación de terceros. Respecto al primer aspecto, se investiga tanto el proceso de la recepción de fondos por parte del emisor como la forma en que éste realiza los pagos a los bonistas. Por lo que se refiere al segundo, viene provocado por la inclusión de mecanismos de mejora suministrados por otras entidades, lo cual provoca que la agencia calificadora evalúe tanto la propia calificación de la entidad suministradora de la mejora como las características técnicas de los instrumentos de mejora.

c) Consideraciones legales:

- En este aspecto, la agencia se centra en aspectos tales como el impacto que la insolvencia de la entidad cedente o cualquier otra participante pueda tener en el cumplimiento de obligación por el emisor, incidencia de la legislación protectora de usuarios y consumidores o la valoración del impacto que la fiscalidad pueda tener en la emisión.

4. CONCLUSIONES

De todo lo anterior podemos extraer las siguientes ideas fundamentales:

1. La titulización permite a las entidades obtener no sólo fondos mediante la venta de activos, sino también elevar la rentabilidad de las operaciones mediante el cobro de comisiones por la administración de los activos cedidos sin arriesgar efectivo.
2. Su puesta en marcha implica necesariamente la constitución de un tercero —SPV o Fondo de Titulización según la legislación— que es quien recibe los activos y emite los valores.
3. El éxito de una titulización depende de que los bonistas reciban los flujos prometidos en el momento y cuantía acordados. Dado que existen múltiples riesgos que pueden hacer fracasar la operación, se hace necesario completarla con contratos suplementarios —mejoras crediticias— que ayuden a cubrir esas posibles contingencias.
4. Dada la complejidad de toda esta estructura, se hace necesario el concurso de agentes especializados e independientes encargados de realizar una evaluación del riesgo crediticio inherente a la operación. De esta forma, las agencias de *rating* contribuyen en el proceso de formación de precios de los valores así generados.

BIBLIOGRAFÍA

- ALMOGUERA GÓMEZ, A. (1995): *La titulización crediticia (un estudio interdisciplinar)*, Madrid, Biblioteca Civitas Economía y Empresa, Editorial Civitas.
- AZAGRA BLÁZQUEZ, P.: (1995): «Experiencia americana y europea en titulizaciones», *I.C.E.*, n.º 742, pp. 31-39.
- BLANCO GARCÍA, S., y CARVAJAL MOLINA, P. (1999): «Titulización de activos en España», *Studia Carande: Revista de Ciencias Sociales y Jurídicas*, n.º 3, pp. 217-232.
- DALLAS, G. (1993): «Las agencias de calificación y el mercado de renta fija», *Papeles de Economía Española*, n.º 54, Fundación FIES, pp. 293-294.
- DELMAS GONZÁLEZ, F. (1999): «Régimen fiscal de la titulización de activos», *Crónica Tributaria*, n.º 89, pp. 37-57.
- FABOZZI, F., y MODIGLIANI, F. (1992): *Mortgage and mortgage-backed securities markets*, Boston, Harvard Business School Press.
- FRANCO, D., y MUÑOZ, D. (1998): «Titulización en infraestructuras y servicios públicos. Especial referencia al sector autopistas», *Actualidad Financiera*, Monográfico tercer trimestre, pp. 55-72.
- GARCÍA, A., y SUÁREZ, J. L. (1998): *Posibilidades de la titulización: un recorrido internacional*, Bolsa de Madrid, noviembre de 1998, pp. 24-29.
- HENDERSON, J., y SCOTT, J. (1988): *Securitization*, Woodhead-Faulkner, Londres.
- HERNÁNDEZ GARCÍA, A. (1995): «La titulización de activos: aspectos económico-financieros», *I.C.E.*, n.º 742, pp. 7-19.
- LÓPEZ PASCUAL, J. (1996): *El rating y las agencias de calificación*, Madrid, Dykinson, S.L.
- MADRID PARRA, A. (1988): *El mercado hipotecario (EE.UU.-España)*, Madrid, Banco Hipotecario de España.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE (1995): *The role of Gestoras in Spanish Securitisation Transaction*, European Structured Finance Binder Service, Madrid.
- MORRISEY, H. (1992): *International Securitisation*, Londres, IFR Publishing Ltd.
- PAVEL, C. A. (1989): *Securitization*, Chicago, Probus Publishing Company.
- REEDER, C., y REIN, F. (1991): «La calificación de títulos respaldados por activos», en *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, n.º 14-15, Banco Hipotecario de España, Madrid, pp. 61-66.
- ROJAS, A. (1997): «La titulización de los derechos financieros reconocidos a la moratoria nuclear», *Actualidad Financiera*, enero, pp. 39-44.
- ROSENTHAL, J., y OCAMPO, J. (1988): *Securitization of Credit: Inside the new technology of finance*, Nueva York, John Wiley & Sons, Inc.
- SHAW, Z. (1991): *International Securitization. The scope, development and future outlook for asset-backed finance*, Nueva York, Macmillan Publishers Ltd.
- TAPIA HERMIDA, A. J. (1998): *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid, Dykinson.

THE BOND MARKET ASSOCIATION (1998): *Transaction reporting Standards: Analysis and Preliminary Recommendations of the European Securitization Forum*, Nueva York.

THE BOND MARKET ASSOCIATION (1999): *Minimum recommendations post-issuance reporting standards*, Nueva York.

TRUJILLO DEL VALLE, J. A. (1996): *La titulización de activos*, Instituto Español de Analistas Financieros. Curso de Bolsa y Mercados Financieros, Barcelona, Ariel Economía.