

La titulización en la nueva economía

FRANCISCA J. GARCÍA MORENO*

FRANCISCO J. CORTÉS GARCÍA**

DIEGO SOLER ESCOBOSA***

La titulización es un instrumento de financiación, que consiste en la cesión de créditos, cuentas a cobrar o cualquier tipo de activo, presente o futuro, generador de flujos de caja que sean de algún modo estimables o numerables. La cesión de estos derechos la realiza la entidad que precisa de financiación a un vehículo o instrumento de titulización y se instrumentaliza a través de títulos (titulización) valores negociables. En este artículo se pretende destacar el importante papel que van a tener los procesos de titulización y el subsiguiente desarrollo de los mercados en las economías más desarrolladas. Dichos procesos, a juicio de los autores, no se van a ceñir al mero ámbito de las entidades financieras, que van a ver modificado su papel intermediador y, por consiguiente, su cadena del valor, sino que afectarán a las decisiones y estrategias de las empresas no financieras necesitadas de fuentes de financiación avanzadas e innovadoras para acometer los cambios necesarios en los modelos productivos y en los procesos de innovación tecnológica.

Palabras clave: activos financieros, mercados financieros, emisión de títulos, innovación financiera, intermediarios financieros, inversores, eficiencia económica, crédito hipotecario, préstamos, España.

Clasificación JEL: G10, G30.



COLABORACIONES

1. Introducción

Ultimamente venimos presenciando una serie de acontecimientos económico-financieros sin precedentes en las economías más desarrolladas. Incluso, se cuestionan las teorías de los ciclos monetario-financieros y se están sustituyendo por las nuevas teorías basadas en el ciclo real de los negocios, asociadas a la denominada *nueva economía*. Se está redefiniendo un nuevo concepto de la creación de valor empresarial y produciendo una recomposición factorial de los procesos pro-

ductivos que afecta favorablemente a la productividad. En este confuso entorno doctrinal, en el que muchas de las explicaciones son aventuradas y escasamente contrastadas empíricamente por la falta de perspectiva histórica, sí parece estar tomando cuerpo una revolución tecnológica que impregna a las economías, a los mercados y, sobre todo, a las finanzas. Dicha revolución, generada por la denominada economía digital y basada en el concepto de conectividad, que supera en transitividad de los flujos de capital a la economía financiera y, sobre todo, a la economía real, está permitiendo a la economía norteamericana, la más desarrollada del mundo tecnológicamente, estar creciendo a unas tasas insólitas en un entorno monetario estable y sometido a un eficiente control inflacionario. La tecnología de la información en Estados Unidos está permitiendo

* Profesora de Economía Financiera y Contabilidad. Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería.

** Responsable del Departamento de Economía y Finanzas del Instituto de Estudios de Cajamar.

*** Consultor de Negocios. Arthur Andersen.

CUADRO 1
OBJETIVOS DE LA TITULIZACIÓN

Objetivos de financiación	Objetivos de rentabilidad
<ol style="list-style-type: none"> 1. La estricta función de financiación de la entidad originadora, generando un flujo tesoro complejo. 2. Optimización de la estructura financiera del originador en la medida en que la titulización se convierte en una fuente de financiación por el activo, es decir, por la estructura económica de la entidad. 3. La consecuente generación de liquidez, propia de la movilización de recursos activados. 4. El equilibrio contable/operativo de sociedades <i>sobreinvertidas</i> o en expansión. 5. Gestión de plazos y vencimientos, en la medida en que proporciona a las entidades de financiación un instrumento para dotar de una mayor eficiencia la transformación de vencimientos. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La reducción del encaje legal preceptivo para las entidades crediticias que operan en el negocio típico; la liberación de capital regulatorio mejorando los ratios de rentabilidad y dotando de una mayor eficiencia a la estructura financiera de la entidad. 2. La búsqueda de beneficio en la medida en que la <i>titulización</i> puede considerarse <i>per se</i> como una oportunidad de negocio y, por consiguiente, de diferenciales. 3. La eliminación de costes de oportunidad en que incurre la inmovilización de los recursos ante la propia dinámica de los mercados. 4. Maximización de la remuneración al accionista (creación de valor para el accionista). 5. La mejora de los ratios de rentabilidad del capital y creación de valor para el accionista.
Objetivos de gestión del riesgo	Objetivos de negocio
<ol style="list-style-type: none"> 1. La aminoración del riesgo de falencia crediticia, por la propia salida del balance del riesgo del portafolio <i>titulizado</i> y por el incremento de la disciplina y del rigor en la concesión de los créditos <i>titulizables</i>. 2. La diversificación del riesgo en la medida en que se diluye entre los inversores finales (traspaso de los riesgos de liquidez, crédito, cambio y amortización extemporánea del saldo <i>titulizado</i>). 3. La gestión de rating de la entidad. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. El acceso a nuevos inversores. 2. Crecimiento empresarial sin incremento de recursos propios en una clara etapa <i>desamortizadora</i> que establece la <i>nueva economía</i>. 3. Gestión de tipos y precios: la <i>titulización</i> facilita el establecimiento de la política de precios de las entidades. 4. Mejora de la transparencia en tipos y precios financieros: se trata de poner en contacto partidas patrimoniales de las empresas con los mercados de capitales. 5. Rotación de activos debido a la desmovilización contable, que permite, en el interín, mejorar el inventario tesoro. 6. La ampliación y búsqueda de nuevas líneas de negocio en un entorno productivo cada vez más competitivo. 7. La <i>titulización</i> es claramente un instrumento estratégico de profundo calado con el que deben contar las entidades.



COLABORACIONES

un incremento de la productividad sin que se produzcan tensiones en los precios vía negociación salarial. Además, la implantación del nuevo modelo económico/empresarial necesariamente conlleva un proceso *desamortizador* sin precedentes, a través del cual los mercados van a movilizar los recursos de los activos empresariales permitiendo a las empresas dotarse de una mayor flexibilidad en su gestión con unos balances más ligeros y acomodados a la nueva situación productiva. Por esta vía, creemos que los procesos *titulizadores* que han emprendido las economías más desarrolladas van a desempeñar un importante papel en el tránsito de la economía convencional a la economía digital, obviamente agudizado por el incremento de la competencia y de la innovación tecnológico-financiera. El sustentador último del desimplante de los procesos productivos convencionales, en términos de financiación, necesariamente han de ser los mercados y no las entidades crediticias que, asimismo, se ven inducidas a reestructurar sus balances e introducir líneas tecnológicas innovadoras y modificar su tradicional cadena del valor, que se ha visto sensi-

blemente alterada por el proceso de desintermediación financiera que se ha agudizado en los últimos años de la década de los noventa.

2. La titulización de activos

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

España se encuentra sumida en tales procesos y en un entorno macroeconómico que propicia las

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

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

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

oportunidad y, obviamente, diluir y gestionar de forma más eficiente el riesgo y los recursos.

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

- La maduración de los mercados de capitales y de los mercados secundarios de deuda privada.
- Necesidad de la existencia de mercados amplios, transparentes, líquidos y profundos.
- Marco claro de estabilidad económica (UEM), control inflacionario y tipos de interés estructuralmente bajos.
- Control del déficit público con objeto de aligerar las carteras institucionales de deuda pública (menor apelación al ahorro por parte del sector público).
- Altas cotas de competencia financiera.
- Sustitución de la mentalidad *rentista* y *coroplacista* por parte del inversor medio español.
- Necesidad de eliminar los problemas de financiación de la economía real y productiva como consecuencia de la *desdeposición* del ahorro y su consecuente institucionalización.
- Necesidad de crear el denominado *nuevo papel* para la diversificación de los productos financieros y la mayor eficiencia de los mercados de capitales.
- Una mayor cultura financiera de los inversores y de las propias compañías.
- Una mayor profesionalización y formación del sector financiero.
- Desarrollo de los departamentos de tesorería de las compañías.
- El desarrollo de la institucionalización del ahorro y de la desintermediación financiera.
- Un profundo arraigo de la cultura del control y medición de los riesgos.
- Incremento de la competencia financiera exterior.
- Un sistema financiero desarrollado y transparente.



COLABORACIONES

— El sector privado debe estar preparado para tomar el relevo del sector público en el capítulo financiero.

— Maduración financiera con ciertos efectos de *burbuja* o inflación de activos.

— El desarrollo de fuentes de financiación novedosas e innovadoras.

— Precios no competitivos para la financiación fuera de balance.

— Necesidades de liquidez del sistema.

— Un organismo supervisor transparente y prestigioso (CNMV).

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

implantar procesos titulizadores para hacer más eficientes sus estructuras pasivas.

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

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

- Existencia de una legislación favorable y flexible.
- Persistencia del fenómeno desintermediador bancario a través del cuál las entidades financieras habrán de buscar alternativas plausibles a su negocio típico.
- Aumento de la actividad crediticia por la pervivencia del ciclo económico expansivo y por las nuevas economías.
- Progresiva disminución de activos tradicionales (deuda pública...).
- Creación de canales para titular.



COLABORACIONES

- Coordinación proactiva de los diversos intervinientes (proveedores de calidad crediticia —*credit enhancement*—, reguladores —CNMV—, los mercados secundarios...).
- Desarrollo de instrumentos de tecnología de cobertura, de segregación de activos (*strips*).
- Europa tiene que seguir el camino emprendido por Estados Unidos en materia de titulización.
- Generalización de la concepción de que en los procesos *titulizadores* el coste financiero no es decisivo frente a otras fuentes de financiación tradicionales; es preciso valorar otros aspectos no menos importantes (coste de oportunidad, movilización de recursos para la expansión del negocio, necesidades tesoreras...).
- Concepción de la titulización como un claro elemento estratégico.

3. Los activos susceptibles de titulización

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

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

La titulización se fundamenta en activos empresariales de naturaleza financiera, integrantes de la denominada inversión crediticia de los intermediarios financieros, tanto bancarios como no bancarios. Estos activos se documentan

mediante un contrato e incorporan un derecho de crédito (a un determinado plazo o vencimiento y con una cierta rentabilidad). Suelen estar *respaldados*, en ciertas ocasiones, mediante garantías reales (2).

A las entidades financieras la titulización aporta la posibilidad de obtener recursos financieros mediante una reducción de su activo. Supone, en realidad, la transferencia de los riesgos inherentes a los activos que se ceden (riesgo de fallido), y, por consiguiente, un ahorro de recursos propios y la liberación de provisiones a cuya dotación aquellas se ven obligadas. La alternativa de titulización de préstamos de consumo puede ser una estupenda medida para preservar la liquidez de las entidades ante el fenómeno de la *desdeposición*. En este contexto, la titulización constituye un elemento que comunica la colocación del ahorro en fondos de inversión con el ahorro corporativo y de consumo, evitando la opresión que puede llegar a provocar la excesiva concesión de créditos, dadas las enormes dificultades con que las entidades de crédito se encuentran para captar depósitos en la actualidad.

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

Recientemente, para las Administraciones Públicas, se ha puesto de manifiesto la necesidad de redefinir su papel en la financiación de infraestructuras, de manera que sea posible compatibilizar una política de rigor presupuestario con el mantenimiento de un nivel de inversión que permita lograr la adecuación de las dotacio-

(1) Por la globalización de los mercados y el aumento de competitividad en la eurozona.

(2) Asegura el *recobro* en el supuesto de incumplimiento de pago de la obligación original por el prestatario.



COLABORACIONES

nes de infraestructuras, equipamientos y servicios públicos al de los países que nos rodean. El Real Decreto 926/1998 puede aportar, en la financiación de infraestructuras y servicios públicos, ciertas implicaciones importantes. Su desarrollo aportará a los mercados alternativos a los contratos de préstamo y crédito tradicionales en operaciones de inversión en infraestructuras (3).

El producto de un proceso de titulización es la emisión de valores negociables, aunque no es indispensable que proceda de ellos la financiación que respalde los derechos de crédito cedidos. El aludido R.D. prevé tres posibilidades de financiación, aunque se inclina claramente por los citados valores que han de superar el 50 por 100 del pasivo como norma (4):

a) Valores de renta fija (objeto de negociación en un mercado secundario organizado, salvo que se destinen a inversores institucionales (5)).

b) Préstamos concedidos por entidades de crédito.

c) Aportaciones de inversores institucionales, a quienes les corresponderá el *derecho de remanente* que se produzca al realizarse la liquidación del fondo (una vez satisfechos los derechos de crédito de los demás acreedores).



COLABORACIONES

3.1. Clases de titulización

La titulización se asocia a la desaparición de los activos cedidos del balance de la entidad cedente. Los requisitos fundamentales que se han de cumplir, según el R.D., y que, en modo alguno, suponen que la entidad cedente no pueda conservar la administración y gestión del crédito cedido, si así se pacta, son:

— La cesión de activos ha de ser *plena* (6) e *incondicional*.

(3) Cuya principal característica debe ser su capacidad para integrar al sector público y privado en la promoción de proyectos.

(4) Salvo que concurran causas financieras, jurídicas, técnicas o de mercado que justifiquen un menor porcentaje y que resulte acreditable en el instante de la constitución del Fondo.

(5) Son *inversores institucionales* en la normativa española, los fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, entidades de crédito, sociedades de valores y demás entidades que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables.

(6) Por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento.

— La entidad cedente no puede conceder garantía al cesionario ni asegurar el buen fin de la operación.

En el caso de las entidades de crédito podría producirse un efecto de liberalización de fondos procedentes de los *coeficientes obligatorios* (7), pues al minorarse el coste de los fondos, se encuentra en condiciones óptimas para otorgar financiación en mejores condiciones. La titulización, sin embargo, no se limita a aquellos casos en los que el activo cedido sale del balance, sino que puede adoptar otras modalidades.

Podemos distinguir, principalmente, las siguientes:

- *Pass-throughs* (8), en que los activos son propiedad de los inversores, mediante un vehículo financiero, de manera que dichos activos pueden darse de baja en la entidad cedente, aunque suele conservar la gestión de los flujos de caja provenientes de dichos activos.

- *Asset-backed* (9), es decir «títulos respaldados por activos». En esta opción, los activos continúan en balance, no obstante, los flujos de caja de dichos valores se encuentran garantizados por los flujos procedentes de tales activos.

- *Pay-throughs* (10), en que los activos permanecen en el balance de la entidad originadora, puesto que los inversores no son propietarios de los mismos, aunque los flujos de caja que proceden de ellos se dirigen al servicio de los valores emitidos con cargo a los mismos.

3.2. Requisitos de los activos «titulizables»

Los requisitos básicos que ha de reunir un activo empresarial para que sea titulizable son los siguientes:

— Debe ser posible *homogeneizar las opera-*

(7) Coeficiente de caja, coeficiente de solvencia o de recursos propios.

(8) Aquí podríamos ubicar la *participación hipotecaria*, aunque suele prescindir del *vehículo financiero* entre la entidad cedente y el comprador de la participación.

(9) Incluiremos en esta modalidad las *cédulas y bonos hipotecarios*, que se distinguen en el tipo de garantía que soportan (genérica para las cédulas y específica para los bonos).

(10) Esta modalidad, a diferencia de las dos anteriores, no tiene correspondencia específica con los valores del mercado hipotecario. Es más apropiada para financiación de proyectos específicos (*project finance*) o financiación estructurada.

ciones crediticias para que se abarate el proceso de titulización.

— Ha de ser factible la *realización de la agrupación de un cierto volumen* (tanto en importe como en número de operaciones), que permita efectuar el correspondiente análisis estadístico-actuarial del riesgo de crédito de toda la masa susceptible de titular (11).

— Es necesaria la *diversificación tanto geográfica como socioeconómica*, con la finalidad primordial de minorar el riesgo de crédito inherente al proceso en sí.

— *El activo ha de originar flujos de caja de carácter periódico y predecible*. Indudablemente hay que procurar que la morosidad inherente sea la mínima al objeto de que no se encarezca demasiado el proceso mediante la adecuación de determinados elementos de cobertura para compensar el riesgo crediticio inherente.

— Se han de utilizar *criterios de selección adecuados y fácilmente evaluables*, garantes, en cierto modo, de cualidades esenciales en este proceso como la sencillez de la calificación y de la determinación de los mecanismos de cobertura apropiados.

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

Si nos remontamos al origen de este fenómeno financiero, tendremos que retroceder cronológicamente al comienzo de la década de los años 70.

Vamos a prestar especial atención a las siguientes modalidades:

- Préstamos hipotecarios.
- Préstamos para adquisición de vehículos.
- Cuentas a cobrar de tarjetas de crédito.

(11) El objetivo es evaluar el riesgo y establecer el mecanismo de cobertura adecuado en cada caso.

- Arrendamiento financiero.
- Cesión de facturación empresarial.

3.3. Principales tipos de activos titulizables

a) Préstamos hipotecarios

Este producto financiero reúne todos los requisitos que hemos enumerado para ser susceptible de titular. Fue el primer activo titulado, y hasta 1998 además el único. Su regulación comenzó con la *Ley 12/1992, de 7 de julio*, norma que podríamos calificar como competitiva y flexible. Abogó esta ley por arbitrar el proceso titulizador de activos hipotecarios mediante un patrimonio, sin personalidad jurídica, cuya gestión corría a cargo de una *Sociedad Gestora de Fondos de Titulización Hipotecaria (SGFTH)*. Modelo éste que consiguió reducir los costes del proceso titulizador.

Los préstamos hipotecarios se caracterizan por implicar la prestación de una garantía real sobre un bien inmueble, que responde de las obligaciones financieras que ha asumido el prestatario. Estas operaciones son susceptibles de clasificación atendiendo a múltiples criterios (naturaleza del bien, aspectos jurídicos, clase de entidad prestamista, prestatario, condiciones financieras accesorias, etcétera). En este artículo se estudiarán estas operaciones, previa clasificación atendiendo a varias condiciones financieras inherentes: la variabilidad del tipo de interés y el sistema amortizativo.

Sin embargo, antes de realizar dicho estudio es conveniente hacer alusión a uno de los parámetros más importantes que tienen en cuenta las entidades prestamistas antes de conceder una operación financiera de este tipo: el ratio *importe del préstamo/valor del inmueble hipotecado (P/V = Loan to value)*. La mayoría de las entidades fijan esta ratio en el 80 por 100 (12). La fijación del valor de esta ratio por debajo del 100 por 100, supone que el prestatario ha de hacer frente al resto del precio de la vivienda con sus propios

(12) Entre los elementos que se consideran al fijar la ratio P/V podemos citar los más importantes: clase de inmueble hipotecado, existencia de ayudas oficiales en esta operación o competencia entre entidades financieras.



COLABORACIONES

recursos. La realización de esta aportación, más la disminución experimentada por el capital pendiente de pago (al efectuar sucesivos reembolsos periódicos), otorga un *margen de seguridad* importante al prestamista en el supuesto de que el precio de la vivienda descendiera por debajo del valor de tasación del mismo (en el momento de concesión de la operación).

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

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

- *Préstamos a tipo fijo*: En estas operaciones el tipo de interés no sufre modificación alguna a lo largo de su ciclo de vida. El sistema de amortización más comúnmente utilizado en la práctica es el *sistema francés* (pagos periódicos constantes, comprensivos de capital e intereses, y por tanto las cuotas de capital que se pagan cada vez son mayores y las de capital menores). Existen otras posibilidades (menos frecuentes en la práctica) como los sistemas amortizativos mediante *cuotas de capital constantes*, o *cuotas* (comprensivas de capital e intereses) *variables en progresión geométrica o aritmética*. Otra posibilidad, que no suelen aceptar las entidades financieras, es el reembolso único de capital al vencimiento. Sistema amortizativo éste que entraña un considerable riesgo al retrasar tanto la devolución del principal íntegro.

- *Préstamos a tipo variable*: En estas operaciones el tipo de interés varía a lo largo de la vida de la operación. Generalmente el tipo de interés

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

Con esta situación a los intermediarios financieros les resultaba muy complicado financiar las operaciones hipotecarias a tipo fijo (a plazos tan elevados) con pasivos a corto plazo cuya remuneración era revisable. Esta ausencia de sincronización entre las dos partes del balance originó importantes crisis bancarias (13).

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

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

Una cuestión crucial, desde el punto de vista

(13) ALMOGUERA señala que la mayoría de los autores (entre ellos FABOZZI y MODIGLIANI) atribuyen las innovaciones introducidas en este sentido (variabilidad del tipo de interés) a la falta de «casamiento» de los tipos activos y pasivos así como al problema inflacionario (que dificultaba el acceso a esta modalidad de financiación a muchos prestatarios jóvenes que no disfrutaban ni del patrimonio ni de la renta suficiente).



COLABORACIONES

de la titulización, es determinar los elementos que, en este tipo de operaciones, han de *ponderarse* para evaluar una cartera de préstamos crediticios. Podemos destacar los siguientes:

- Indicador de referencia y representatividad respecto a los tipos de interés del mercado.
- Tipo de interés inicial, o tipo único si éste es fijo.
- Volatilidad esperada de los tipos de interés.
- Riesgo de crédito estimado así como de insolvencia o morosidad.
- Períodos y fechas de revisión.
- Límites máximos y mínimos (periódicos y permanentes).
- Diferencial o *spread*.
- Tasa de actualización.

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

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

- La *simplificación de las fechas de pago y la periodicidad de los diferentes términos*.
- Un *sistema de devolución del principal de previsión fácil*, en especial en el caso de préstamos a tipo variable.
- La *uniformidad del proceso de cancelación anticipada* (respecto a la determinación del momento a partir del cual es posible realizarla, acerca de la existencia de un mínimo a amortizar y la forma de aplicar la comisión penalizadora al prestatario).
- La *revisión de los tipos de interés* (elec-

ción de un tipo base correlacionado con los tipos representativos de emisiones bancarias de pasivo y protegido ante oscilaciones del mercado).

- La *fijación de límites periódicos y permanentes a los tipos de interés o a los propios términos amortizativos*.

Las alteraciones (temporales o de cuantía) que experimenten los flujos derivados de la operación para que ésta resulte titulizable han de ser completamente predecibles. Hemos de señalar que la necesidad manifiesta de ampliar el proceso titulizador a otros activos no hipotecarios quedó ya patente en el *artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo*, que contenía la habilitación al gobierno para extender el régimen de la titulización hipotecaria a la titulización de otros préstamos y derechos de créditos. No obstante, se podía inducir del planteamiento de este Real Decreto-Ley, *prima facie*, que resultaba aun necesario adaptar el modelo existente en nuestro país con el propósito de que la titulización de activos no hipotecarios resultara posible.

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

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

b) *Préstamos para adquisición de vehículos*

Este producto en Estados Unidos constituye el eje central del proceso de titulización, que comparte protagonismo con la titulización de la facturación de las tarjetas de crédito. En dicho país



COLABORACIONES

este tipo de préstamos origina el 12 por 100 de la titulización de activos, y fue precisamente en ese país donde tuvo lugar la primera titulización de este tipo de activo en 1985. Cinco años más tarde se realizó por primera vez en Europa (en Francia y Reino Unido fundamentalmente). Los bancos especializados y las financieras son quienes realizan, principalmente, este tipo de operaciones.

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

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

— Podemos hablar de financiación directa comprador-acreedor o bien financiación indirecta a través del concesionario o vendedor del vehículo que solicita la documentación para estudiar y formalizar, si procede, la operación. Por tanto ha de revisarse minuciosamente toda la documentación, puesto que pueden existir problemas de solvencia no detectados en el momento de concesión de la operación.

— En este sector se encuentra muy implantado el *credit-scoring*, que pretende otorgar mayor agilidad a este tipo de operaciones.

— En estas operaciones se ha comprobado que la mayor morosidad se ubica entre los 6 y 18 meses de vida del contrato, y en los contratos a mayores plazos, más bien hacia el final del mismo.

— Los aspectos legales no son uniformes (en especial en lo relativo al recobro en caso de insolvencia del deudor). No obstante, el procedimiento de recuperación de la deuda exigible es ciertamente muy rápido en la mayoría de los sistemas.

— No podemos afirmar, según lo establecido legislativamente, que existan operaciones excluidas de la titulización en función de la clase de vehículo que se hubiera financiado con la operación.

c) Cuentas a cobrar de tarjetas de crédito

El primer proceso titulizador de este tipo de derechos lo realizó en 1987 el *Republic Bank Delaware* (filial del *Republic Bank Corporation*

of Texas), y ello a pesar de los múltiples inconvenientes que le otorgan a estos activos el carácter de «difícilmente titulizables», puesto que se trata fundamentalmente de operaciones a muy corto plazo, de muy difícil previsión, de importes muy pequeños, gran morosidad (comparativamente con otras operaciones de financiación) y amplia variedad en los mercados financieros.

La existencia de una gama tan amplia de tarjetas de crédito en el mercado, nos obliga a plantearnos qué tipo de tarjetas generan derechos de cobro titulizables.

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

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

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

— Pago de una cuota mensual determinada como un porcentaje fijo del saldo vivo en cada momento (estableciéndose en estos casos un porcentaje máximo y mínimo, así como una cuota mínima de pago en unidades monetarias que permite amortizar el saldo vivo residual, si es muy reducido, en un determinado momento).

— Pago de una cuota fija mensual (estipulada en unidades monetarias).

— Otras modalidades especiales (propias de cada entidad financiera).

No obstante, estas tarjetas pueden operar en ciertas ocasiones como tarjetas de débito (al tener la mayoría de las tarjetas existentes en el mercado la doble funcionalidad crédito-débito). Efectúan-



COLABORACIONES

dose, en tal caso, el adeudo inmediato en cuenta del importe dispuesto en la operación.

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

No debemos obviar el considerable *riesgo crediticio* inherente a este tipo de operaciones. Además la recuperación de la deuda, en el supuesto de impago, plantea mayores problemas y retrasos, motivados por el escaso rigor contractual con el que generalmente se formaliza la concesión de la propia tarjeta (sin exigencia de garantías suficientes).

Para las entidades financieras, a pesar de todo, la financiación derivada de este instrumento tiene el enorme atractivo de su rendimiento (compuesto por el interés por el aplazamiento en los pagos, generalmente superior al de otro tipo de operaciones de financiación al consumo, y comisiones inherentes al mantenimiento, retiradas de efectivo, etcétera).

El principal problema que se plantea en el proceso de titulización de estos activos lo hallamos en la forma de evitar que los valores emitidos, a raíz del proceso de titulización, respondan a los breves plazos en los que los titulares amortizan los saldos dispuestos. La solución la encontramos estableciendo un periodo de carencia (de duración entre 18 y 60 meses), durante el cual los bonistas tan solo recibirán intereses (habitualmente pactados a un tipo de interés fijo), por los valores adquiridos y transcurrido el cual sus valores son amortizados en breve espacio de tiempo (generalmente entre 3 y 12 meses). Es necesario pues, reinvertir las cantidades entregadas por los titulares de las tarjetas durante el tiempo en que los inversores no reciben principal en otras cuentas a cobrar, de manera que se mantenga la deuda viva en el nivel de partida.

Lo percibido en concepto de intereses y comisiones se destina al pago de los cupones de valores emitidos en el proceso de titulización.

La cantidad que entrega el deudor (en concep-

to de devolución del principal dispuesto) se tras-pasa a los bonistas, transcurrido el periodo de carencia o de reinversión de dichos importes.

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

- Incremento de la morosidad.
- Disminución de la rentabilidad media de la cartera.
- Aumento de las modalidades de pago permitidas en el contrato de tarjeta y que no originan devengo de intereses.
- Reducción, por debajo de un determinado nivel, de la tasa mensual de pago.
- Imposibilidad de añadir nuevas cuentas a cobrar.
- Dificultades operativas considerables.

d) *Arrendamiento financiero*

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

Los contratos de arrendamiento financiero (*leasing*) reúnen los requisitos necesarios para su titulización, ya que se efectúan pagos periódicos, prepagables y determinados mediante el sistema amortizativo francés. Además, en este tipo de operaciones suele ejercitarse la llamada *opción de compra*, cuya cuantía suele coincidir con el de las cuotas.

Pueden surgir ciertos problemas en estas operaciones al estar separada la propiedad del uso y disfrute del bien, que podría llegar a dar lugar a la paralización de los pagos por el deudor.

En cuanto a las titulizaciones de este tipo de activos realizadas hasta el momento podemos mencionar las que han tenido como objeto la financiación de equipos informáticos, maquinaria,



COLABORACIONES

vehículos, elementos de oficina, aeronaves e instalaciones industriales.

e) Otros activos susceptibles de titulización

Si enfocamos el estudio de los activos susceptibles de titulización en sentido amplio, y no únicamente desde el punto de vista de una entidad financiera, podríamos detectar las enormes posibilidades que este fenómeno financiero ofrece a las empresas que generan derechos de cobro frente sus clientes, puesto que podrían titular dichos activos siempre que cumplan los requisitos necesarios, que ya enumerábamos antes (14).

A la Administración Pública se le plantean unas enormes posibilidades, puesto que podría titular determinados tributos.

f) Collateralized Mortgage Obligations (CMO)

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

Esta figura ha tenido un considerable desarrollo:

- *Floating rate CMOs*: cuando el tipo de interés asociado a todas o varias clases está indexado (generalmente se suele poner un «cap» límite máximo del tipo de interés a pagar).

- *Inverse floating-rate*: en el supuesto de que el tipo de interés de una varias clases de bonos esté indexado de forma inversa (es decir si el índice de referencia sube, el tipo de interés baja, y viceversa). En este caso se puede poner un «floor» para evitar que el tipo de interés sea menor que un determinado porcentaje predeterminado (15).

- *Superfloater*: en el caso de que el *spread*

(14) El activo ha de ser susceptible de originar flujos de caja de carácter periódico y predecible.

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

sobre el índice sea múltiplo del cambio que experimenta el índice.

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

4. Consideraciones finales

Por el momento, las entidades financieras españolas sólo han recurrido a la titulización hipotecaria, si bien es cierto que el nuevo marco legal ha abierto la posibilidad de realizar la titulización de otros activos no hipotecarios.

La aparición del RD 926/1998 se produce una nueva definición, más amplia, de los *activos titulizables* (16). Esta nueva legislación, al efectuar la apertura al mercado de titulización a nuevos productos, creemos que permitirá incrementar de forma considerable el número de emisores potenciales, dando lugar a un mercado de mayor volumen y liquidez, y ello gracias a la ayuda de unas tasas de *default* reducidas.

En síntesis, la reforma lleva aparejadas considerables ventajas para los intervinientes en estas operaciones:

1. *Las entidades podrán extraer de su Balance ciertos activos, de manera que podrán incrementar su ROA, y lograr otros importantes objetivos.*

2. *Los inversores, por su parte, podrán acceder a carteras diversificadas que, a su vez, le permitirán obtener mayores rentabilidades.*

El giro transcendental sufrido por la titulización de activos en el panorama financiero español viene a sumarse a un proceso de cambios y modificaciones en los patrones clásicos de actuación

(16) «Derechos de crédito que figuren en el activo del cedente, incluidos los derechos de crédito futuros que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando de forma inequívoca, la cesión de la titularidad...»



COLABORACIONES

de las entidades financieras de nuestro país, agudizando, aun más, el proceso de desintermediación financiera.

Si analizamos otros países con mercados financieros más desarrollados que el nuestro, y por tanto más profundos y amplios, podemos prever un espectacular desarrollo de las operaciones de titulización, ante la necesidad de aligerar su balance, en especial por parte de las entidades financieras, y también con motivo de la necesidad de nuevos activos donde invertir las Instituciones de Inversión Colectiva (compradores mayoritarios de dichos activos).

El entorno con que nos encontramos en el inicio de la proliferación de las operaciones de titulización se caracteriza por:

- Aumento de la actividad crediticia
- Aumento de las necesidades de capitalización
- Aumento de la importancia de los ratios de rentabilidad y solvencia
- Disminución de la financiación mediante depósitos de residentes
- La titulización es, sin embargo, un proceso complejo que plantea determinados problemas que se enumeran a continuación:

Primero. La necesidad de formular sistemas y procedimientos específicos e involucrar, a diversos niveles, a la propia entidad:

- Selección de activos titulizables.
- Reconocimiento de los activos titulizados (frente a otros activos).
- Preparación de la documentación legal necesaria para efectuar la titulización.
- Preparación del sistema de cobros/pagos del proceso en su conjunto.
- Aplicación de los procedimientos contables necesarios.
- Creación de informes para la operación.

Segundo. La dificultad inherente a las labores de coordinación y negociación con los diferentes agentes que intervienen en la operación.

Tercero. La gran cantidad de opciones estructurales de la operación, así como las implicaciones de cada opción:

- Traslación de riesgos (17).

(17) El vehículo asume el riesgo de cobro, mientras que el originador soporta los restantes riesgos. Es fundamental una adecuada documentación y estructuración de la operación.

- Coberturas (18).
- Recuperación de excedentes (19).
- Tratamiento fiscal.
- *Credit Enhancement*.

Respecto al empleo que puede darse a los recursos liberados en el proceso de titulización por parte de las empresas, podríamos destacar:

— Financiación de la *economía productiva*, mediante la concesión de fondos a las unidades económicas con déficit.

— Realización de inversiones financieras que permitan obtener rentabilidades superiores a las ofrecidas hasta el momento por el negocio de la intermediación.

Por último cabe destacar ciertos aspectos que nos llevan a prever una evolución altamente favorable del fenómeno financiero de la titulización de activos:

— Las entidades financieras son el verdadero motor en el proceso, que para ellas puede suponer una interesante herramienta para la mejora de su liquidez y rentabilidad.

— La volatilidad de ciertos mercados financieros incrementa las posibilidades de la titulización.

— La reforma de 1998 abre nuevas puertas a este proceso, que podrá ser utilizado por todo tipo de empresas, no solo financieras.

— La Orden de 28 de mayo de 1999 (20) sobre Convenios de promoción de FTA para favorecer la financiación empresarial, señala que la *titulización* ha de servir como mecanismo alternativo para la financiación del tejido productivo. No obstante, la propia orden señala que la titulización, hasta el momento, no ha tenido suficiente impacto en la financiación de PYMES.

(18) Resultan necesarias ciertas técnicas que permitan equilibrar cobros y pagos. Se requieren instrumentos tales como los *caps*, *strips* o *swaptions*, que originarán elevados costes y consumos de capital.

(19) La obtención de beneficios de un fondo permite muchos sistemas (préstamos paralelos, dividendos, comisiones,...). Cada sistema tiene una serie de implicaciones contables y fiscales.

(20) El objetivo de dicha *Orden* es:

— Facilitar a las empresas puedan verse favorecidas por mecanismos de financiación basados en el mercado de capitales.

— Fomentar el instrumento de la titulización, con el propósito de lograr un nivel de desintermediación financiera equiparable al de cualquier país con características similares a las del nuestro.



COLABORACIONES

Bibliografía

1. ALMOGUERA GOMEZ, A. (1995): La Titulización Crediticia (un estudio interdisciplinar), editorial Civitas, páginas 79-164.
2. AYUSO, J. (1998): Perspectivas para la titulización de activos en España., *Boletín Económico del Banco de España*, octubre, página 53
3. CORTES GARCIA, F. J.; GARCIA MORENO, F. J. y SOLER ESCOBOSA, D. (2000): Titulización de Activos. Oportunidades de la Titulización ante la Nueva Economía, ed. Instituto La Rural, Colección Economía.
4. FREIXAS, X. y VALERO, F. J. (1991): La titulización en España. *Documento 91-17*, FEDEA.
5. FREIXAS, X y VALERO, F. J. (1991): A reflection on securitisation in the Spanish Market, en Stone, Zissu y Lederman (eds.), capítulo 37.
6. FREIXAS, X y VALERO, F.J. (1993): Las nuevas posibilidades de titulización hipotecaria en España. *Perspectivas del Sistema Financiero*, volumen 42, páginas 77-86.
7. GARCIA MORENO, F. J. y FORNIELES ALEMÁN, A. J. (2000): La titulización de activos: una interesante alternativa para la mejora de la liquidez de las entidades financieras. *Actualidad Financiera*, número 3, marzo.
8. LEY 19/1992 de 7 de julio sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y fondos de titulización hipotecaria.
9. LEY 3/1994 de 14 de abril de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria.
10. LEY 49/1998 de 30 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado para 1999.
11. MINGUEZ PRIETO, R. (1998): El nuevo marco legislativo en la titulización de activos. *Actualidad Financiera*, 3.º trimestre, número monográfico 3/98.
12. NOGUERAS LOZANO, M.T. y ARGUEDAS SANZ, R. (1998): Nuevo empuje al proceso de titulización en España: la titulización de activos, Banca y Finanzas, número 39.
13. ORDEN de 28 de mayo de 1999 sobre convenios de promoción de los Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial.
14. REAL DECRETO 923/1998 de 14 de mayo sobre Titulización de Activos.
15. 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.
16. REAL DECRETO-LEY 3/1993 de 26 de febrero sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria, financiera y de empleo.
17. STONE, C.; ZISSU, A. y LEDERMAN, J. (1991): Asset securitisation: theory and practice in Europe. Euromoney. Londres.
18. TAPIA HERMIDA, A.J. (1998): Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización. Ed. Dykinson.
19. VALERO, F.J. (1998): La titulización ante sus nuevas posibilidades en España. *Actualidad Financiera*. 3.º trimestre, número monográfico 3/98.
20. VARIOS (1993): Número 742 monográfico sobre Titulización de Activos. *Revista Información Comercial Española*.



COLABORACIONES