

La nueva regulación de la titulización de activos

Rafael Mínguez

I. INTRODUCCIÓN: EL PROCESO EVOLUTIVO DE LA NORMATIVA EN MATERIA DE TITULIZACIÓN

Cuando se escribe este artículo acaba de producirse, finalmente, la aprobación por parte del Gobierno del Real Decreto por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización.

Con esta norma se culmina y, a la vez, se completa el régimen jurídico de la titulización en nuestro país, iniciado en el año 1992 con la promulgación de la Ley 19/1992, de 7 de julio, norma que comprendió únicamente la titulización de créditos hipotecarios.

Entre ambos momentos ha habido un estadio normativo intermedio, cual es el contemplado en la Ley 10/1994, de 30 de diciembre, constreñido en particular a la titulización de créditos resultantes del proceso de la Moratoria Nuclear.

Las normas citadas han cumplido su finalidad de introducir en nuestro sistema económico, y, más concretamente, en nuestro sistema financiero, una de las modalidades de financiación más importantes en nuestros días cual es la de la "securitization", o "titulización" en términos castellanos, aunque, por el momento, nuestra Real Academia Española no haya adoptado el vocablo.

Al margen de la exposición del "iter" normativo, la importancia que la regulación de la titulización de activos tiene en los momentos presentes se ve respaldada, de una parte, por las connotaciones advertidas en nuestros mercados, en lo concerniente al ajuste de la oferta y demanda de capitales; de otra, la alternativa de financiación que representará, sin duda al-

guna, para nuestras entidades financieras ante el proceso de sustitución de depósitos por otros instrumentos financieros, y, muy en particular, por Fondos de Inversión.

Como complemento a lo indicado, tampoco cabe desdeñar la importancia que dicha forma de financiación va a tener para los diversos agentes económicos en un entorno cada vez más competitivo. Competencia que, sin duda alguna, se verá incrementada con el advenimiento de la moneda única, una vez que se inicie el próximo 1 de enero la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

De igual modo, el desarrollo de la titulización representará un incentivo a la potenciación de nuestros mercados financieros, por cuanto la esencia del fenómeno se caracteriza por la transformación de créditos en valores susceptibles de negociación en un mercado secundario oficial o no.

Creemos que se puede afirmar, sin gran vanidad, que se va a experimentar, como ya se ha evidenciado en los mercados y sistemas financieros donde la titulización se ha desarrollado, un cambio en la cultura o modelo de financiación, pasando de la cultura de la financiación por el "pasivo" a la del "activo".

Asimismo, y si nos trasladamos al ámbito jurídico, puede afirmarse que, a diferencia de otras instituciones, el coste de regulación del modelo propugnado es acorde con los más avanzados o desarrollados, y quizás más flexible y competitivo que muchos de los establecidos en los ordenamientos de nuestro entorno económico competitivo.

A mayor abundamiento, el proceso aún se verá más respaldado si en el ámbito fiscal, en un futuro no

lejano, se mejora el tratamiento a la renta fija privada, para homologarlo, especialmente en materia de retenciones, al de la Deuda Pública. Este aspecto no es baladí, y, al contrario, de una parte ha condicionado el modelo, por cuanto la mayoría de los bonos de titulación emitidos en España han sido adquiridos por no residentes; de otra, porque la entrada a los préstamos en el pasivo de los Fondos de Titulación de Activos obedece, entre otras razones, a las de orden fiscal, ya que dicha vía no tiene retenciones a cuenta.

II. ANÁLISIS DEL MODELO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

1. El esquema de titulación contemplado en el nuevo Real Decreto es heredero del vigente en la actualidad, tanto por lo concerniente a la titulación hipotecaria, a la postre recogido en la norma habilitante, como, en alguna medida, al más avanzado estipulado para la titulación de la moratoria nuclear.

Efectivamente, y jurídicamente era la pauta determinante, cuando en la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, se fija el marco para desarrollar la titulación de activos no hipotecarios, la Ley predispone que, a tal fin, se extenderá el régimen fijado en la Ley 19/1992 para la hipotecaria, con las adaptaciones y cambios que resulten precisos.

Estas dos aseveraciones han sido el hilo de Ariadna para completar y definir el nuevo esquema de titulación, el cual, en suma, representa un avance de los esquemas imperantes citados.

Efectivamente, se mantiene, en líneas generales, un esquema de corte fiduciario, por cuanto se pivota en torno a un patrimonio sin personalidad jurídica (el FTA), gestionado por una entidad financiera especializada (las denominadas Sociedades Gestoras de Fondos de Titulación), a través del cual se produce la transformación de flujos financieros —ya sean activos financieros o derechos de crédito— en otros valores, como regla general, o mediante la financiación de dichos activos mediante préstamos concertados con entidades de crédito.

2. Ahora bien, los esquemas financieros, y, por ende, su reflejo o vertebración jurídica deben acomodarse a la realidad que afrontan, so pena de caer en una inadecuación al planteamiento básico. En términos claros, si se pretenden transformar flujos financieros presentes y futuros, a corto, medio y largo plazo, y todo ello con visos de eficiencia operativa y competi-

tiva en costes, había que innovar y mejorar el modelo para adaptarlo a las nuevas circunstancias.

3. En primer término, y a modo similar a lo ya previsto para la titulación nuclear, se admite la financiación de pasivo del FTA mediante préstamos. Eso sí, la regla general, y para más rotundidad la seña de identidad, sigue siendo que el Fondo se financie mediante bonos o valores de renta fija, debiendo representar esta modalidad, al menos, el 50 por 100 del pasivo. No obstante, la norma, en aras de no cerrar paso a esquemas singulares, permite que en el proceso de constitución se admita por el supervisor un porcentaje mayor de préstamos. En este aspecto, y para concluir, únicamente debe advertirse el límite normativo, impregnado de una cierta cautela, a que los préstamos únicamente sean proporcionados por entidades de crédito.

Profundizando en la línea anterior, y para facilitar un esquema más completo de financiación del pasivo, la norma va más allá al admitir una nueva variedad cual es la denominada “aportación” de inversores institucionales. La razón de esta innovación hay que buscarla, de una parte, en los planteamientos o estructuras de titulación, donde los flujos a financiar suelen ser mayores que los realmente financiados; de otra, potenciar los esquemas de titulación mediante la creación de un pasivo a caballo entre la deuda subordinada y la aportación de capital, en cuanto el resultado que se proporciona al aportante es el remanente que suele resultar cuando se liquida el Fondo. Piénsese, como luego se comentará, que se completa el esquema mediante la admisión de estructuras abiertas, renovables tanto por el activo como por el pasivo.

4. Descendiendo ya a las previsiones normativas sobre el régimen del activo y pasivo de los FTA, también se advierte una evolución en el esquema vigente.

En lo concerniente a las reglas sobre composición del activo, pueden destacarse los aspectos siguientes:

1º) Como regla general se exige que los activos que se incorporen al FTA tengan naturaleza homogénea, concepto que hay que entender en un sentido genérico tanto en la perspectiva financiera (riesgo, rendimientos, etc) como en la jurídica (ex. artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y su concreción reglamentaria en el Real Decreto de emisiones y ofertas públicas de venta de valores). Esta regla queda luego excepcionada para los

FTA cuyos pasivos se ofrecen exclusivamente a inversiones institucionales.

2º) En segundo lugar, la norma admite la titulación de todo tipo de activos financieros y derechos. Es decir, se comprende tanto a los valores negociables —a modo similar a lo previsto en la titulación hipotecaria con las participaciones hipotecarias— como a los créditos o derechos de crédito.

3º) En el plano anterior, la norma admite no sólo créditos presentes, sino futuros. Es decir, se incrementa la posibilidad de titularizar, por lo que se refiere a créditos futuros, si bien, con una mentalidad de implantar el esquema de la titulación de modo paulatino, la norma autorregula esta variedad, derivando la decisión al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en orden a admitir créditos futuros.

4º) Continúa la norma, en lo referente a los activos, fijando un conjunto de requisitos heterogéneos que afectan:

— En primer término, a los generadores del crédito, por cuanto se exige, como regla general, que dispongan de cuentas anuales auditadas de tres ejercicios y, al menos, las últimas con opinión favorable del auditor. Asimismo, se predispone la obligación “ad hoc” de depositar sus cuentas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como el de informar específicamente en las memorias anuales de las cesiones de créditos futuros.

— Mayor importancia adquieren ciertos requisitos objetivos de la cesión, como son: de una parte, únicamente se admiten las de carácter pleno y al vencimiento; de otra, se impide que el generador o cedente garantice la cesión; en suma, se persigue una salida completa del riesgo del balance del cedente, en tanto expresión de una auténtica cesión sin reservas.

— Con el ánimo de acreditar la constancia de la cesión, tanto a efectos de las relaciones interpartes como cara al supervisor, se formalizará en un documento contractual, ya sea privado o público. Obligación completada con la documentación a aportar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el caso de Fondos Abiertos, en los que, con la implicación del cedente, se informará de los créditos cedidos.

5º) Si nos detenemos en las reglas sobre pasivos, por un lado, se mantiene como criterio general el que

los bonos emitidos se negocien en un mercado secundario organizado. En segunda instancia, se mantiene la obligación de calificación del riesgo crediticio de los valores emitidos por una entidad de *rating*, reconocida y registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ahora bien, la norma, para casos excepcionales, y atendiendo a la complejidad del planteamiento financiero, abre la posibilidad de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores exija un mínimo *rating*.

5. Una de las grandes novedades que presenta la norma, especialmente frente a los FTH, es que admite tanto estructuras cerradas —aquellas que no modifican su activo y pasivo desde la constitución del Fondo— como abiertas.

Esta última categoría da cabida a estructuras que modifiquen el activo, el pasivo o ambos, desde el momento de la constitución. Con este planteamiento se da cabida a una variedad de diseños financieros, y, en particular, a las cesiones a corto plazo que determinen una continua renovación del activo, y, por ende, de los pasivos que financian las incorporaciones.

Sin lugar a dudas, puede afirmarse, como así lo demuestra la práctica en los mercados más evolucionados, que esta es una de las decisiones más importantes y caracterizadoras de un esquema competitivo, que permite adecuar la estructura del vehículo a las necesidades concretas de financiación y de los créditos a ceder.

6. Por lo que se refiere a los requisitos de constitución, tomando, lógicamente, como pauta el esquema previsto en la Ley 19/1992, donde se le da el tratamiento de una emisión de valores, la norma reitera la necesidad de cumplir los requisitos generales de las emisiones (comunicación previa, documentos acreditativos de la constitución y folleto informativo). Además, y como previsiones especiales se añaden:

1º) De una parte, un requisito acomodado al esquema financiero presente cual es el de informar y verificar la existencia, titularidad y condiciones de los activos cedidos.

En este campo, y fruto de un gran debate, la norma flexibiliza el régimen hoy imperante para los FTH (informe por auditores de cuentas), admitiendo que los informes puedan ser elaborados también por la Gestora u otros expertos independientes. Incluso, se reduce el coste de regulación, permitiendo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores excepte este requisito.

2º) De otro, y como se mencionó con anterioridad, se exige la aportación de la calificación crediticia correspondiente.

En este plano de los requisitos cabe aún resaltar tres aspectos puntuales.

Uno, que podríamos calificar de "prudencial" o de "control", en virtud del cual se faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que, atendiendo a la complejidad de la estructura, condicione que los pasivos sean únicamente ofertados a inversores institucionales. A tal fin, se seguiría el cauce excepcional de constitución establecido en el texto del Real Decreto.

Efectivamente, y como ya se había apuntado con anterioridad, la norma abre una importante línea de regulación cuando distingue entre emisiones dirigidas al público en general, y, por ende, con la posibilidad de alcanzar a inversores privados poco sofisticados, de aquellas que se dirigen a inversores institucionales. Aquí, la norma introduce un sesgo de excepción, reduciendo la intervención administrativa a la mera cumplimentación de la comunicación previa y a la aportación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la escritura de constitución.

Pero la importancia de la vía excepcional abierta radica en que tampoco se exige ni la homogeneidad, ni la anotación en cuenta como forma de representación de los valores. Por contra, y nuevamente con un fundamento cautelar, la norma opera una restricción, impidiendo que los valores emitidos se negocien en un mercado secundario organizado.

7. Por último, restan por destacar, en primer término, el requisito de regularidad jurídica y de transparencia que se arbitra a la hora de fijar los contenidos mínimos de la escritura pública de constitución. Entre ellos la norma prevé: la identificación de los activos con todos sus caracteres principales, tanto jurídicos como financieros; una previsión similar se predica para los pasivos; de igual modo, y teniendo en cuenta la importancia que las denominadas "mejoras crediticias" u operaciones financieras que persiguen una mayor seguridad o regularidad en los pasivos, se obliga a precisar las que se prevean concertar.

En segundo lugar, se establecen un conjunto de supuestos de extinción de los FTA, entre ellos cabe destacar, en primer término, al resultante de la imposibilidad de mantener el equilibrio financiero del Fondo; en segundo, en los casos de impagos representativos de una insolvencia definitiva.

Para concluir el tratamiento presente, resta por destacar una previsión, si bien de carácter potestativo, que ha sido incorporada en el último momento a la norma, y no es otra que la que establece que podrán inscribirse los FTA en el Registro Mercantil.

Como se recordará, una de las decisiones más vanguardistas y destacables del esquema jurídico determinado en la Ley 19/1992 para los FTH fue, especialmente, la innecesariedad de su inscripción en el Registro Mercantil. Teniendo en cuenta la concepción del legislador de considerar a la titulización como una emisión "sui generis" de valores, que, además, por sus connotaciones, son adquiridas con carácter general por inversores institucionales, un matiz o criterio orientador es que basta con la intervención pública de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, una vez que se constituya el FTA en escritura pública, para preservar la legalidad y regularidad del esquema financiero. Y, asimismo, la publicidad de la operación se asegura, con creces, a través de la que proporciona el registro y la supervisión continua de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Para los FTA, como una medida especial, se ha dispuesto la posibilidad de su inscripción en el Registro Mercantil, sin por ello introducir un mayor coste de regulación. Ahora bien, quizás también sirva para reflexionar y analizar la tensión entre la realidad de los mercados financieros y los esquemas imperantes en nuestro ordenamiento jurídico. No se puede desconocer que los mercados fijan precio a todos los aspectos que concurren en una operación, y ello, a la vez que persiguen la eliminación de los mayores riesgos legales posibles. Quizás por esta vía tengamos la posibilidad de extraer conclusiones transpolables a otros esquemas jurídicos que resultaren de aplicación en los mercados financieros.

8. Por completar el análisis de la norma, vamos a dedicar unos sucintos comentarios al resto de su contenido, que va dirigido a establecer el régimen jurídico de las Sociedades Gestoras.

A las precisiones ya vigentes, el Real Decreto, y respondiendo a una mayor preocupación del regulador de afianzar la idoneidad del gestor, establece de forma novedosa un conjunto de obligaciones, mayormente de diligencia, en el ejercicio de la función de administrador y representante de los Fondos de Titulización de Activos.

Por lo que se refiere al procedimiento de intervención administrativa, en la constitución se exigen unos requisitos financieros, técnicos, de organización de

personal y material similares al de las entidades financieras con funciones parecidas.

III. CONCLUSIONES

Sin olvidar el carácter inmediato de los comentarios respecto a la aprobación de la norma, consideramos que el modelo de titulización diseñado puede merecer las reflexiones siguientes:

1º) Profundiza y completa los esquemas de titulización vigentes al día de la fecha.

2º) Opta por un modelo más flexible y competitivo, tanto jurídica como financieramente.

Muestras de esta aseveración se ofrecen:

a) En la definición de los activos susceptibles de ser cedidos.

b) En la ampliación de las variedades de pasivos.

c) En la comprensión no sólo de estructuras cerradas sino también de abiertas.

3º) Abre una nueva línea reguladora al distinguir y diferenciar el tratamiento del control de los valores que se emiten en función de sus destinatarios, y, en particular, cuando se ofrecen en exclusiva a inversores institucionales.

En suma, el modelo finalmente se aprobó y está a disposición de los diversos agentes económicos, ahora serán éstos y los mercados financieros quienes dicten la última sentencia refrendando o rechazando la bondad y la eficiencia del modelo. Por encima de todo, cabe reseñar la confianza del regulador en el buen fin del uso y aplicación de la norma, máxime con las apuestas en el orden jurídico que se contienen en ella.