

MODELO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS PARA MEJORAR LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN IBEROAMÉRICA

I. INICIATIVAS SOBRE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS PARA FACILITAR LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN EL CONTINENTE AMERICANO: EL INFORME DEL CONSEJO DE REGULACIÓN DE VALORES DE LAS AMÉRICAS (COSRA) DE 2006

1.1. Contenido del Informe de COSRA de 2006 sobre las pequeñas y medianas empresas

1. En 2006, el COSRA elaboró un Informe sobre las PYMES (“COSRA Small and Medium Enterprises Report”) que centró su atención en cuatro áreas fundamentales: el acceso a los mercados de capitales, la transparencia informativa, el gobierno corporativo y los mercados de capitales de renta fija. Se puede apreciar una coincidencia entre los aspectos abordados en dicho Informe y los examinados en los capítulos precedentes de este Estudio.
2. En particular, el apartado V del Informe citado, relativo a los mercados de capitales de renta fija (“Fixed Income Capital Markets”) examinó experiencias regionales y globales para facilitar el acceso de las PYMES a dichos mercados y, dentro de ellas, se refirió a la titulización de los préstamos a las PYMES y los programas gubernamentales de garantías (“Securitization of SME Loans and Government Guarantees Programs”).

1.2. Referencia del Informe de COSRA a las experiencias de titulización de los Estados Unidos y de España

1. Según señalamos, el Informe se refiere a dos experiencias de titulización que resultan significativas para nuestro Estudio. En primer lugar, alude a la experiencia de la “Small Business Administration (SBA)” en los Estados Unidos. La SBA se estableció en 1953 para proporcionar asistencia financiera, técnica y de gestión para ayudar al establecimiento, desarrollo y crecimiento de pequeñas empresas. En 1985, la SBA lanzó con éxito un programa para titular préstamos a SMEs mediante la promoción gubernamental de mercados secundarios que proporcionarían liquidez a la financiación de este tipo de empresas mediante la agrupación de los préstamos a las mismas garantizados por la SBA para emitir valores que permitieran a los inversores beneficiarse de los rendimientos de aquellos préstamos. Este programa, que se inició en 1985 permitiendo que los bancos y otras instituciones de depósito titularan los préstamos concedidos a las SMEs, se extendió, en 1992, a otras entidades prestamistas y representa el 5% del volumen total del mercado secundario. Conforme a este programa, el prestamista y la SBA comparten el riesgo de que la SME prestataria no sea capaz de restituir la totalidad del préstamo, por lo que la garantía cubre la insolvencia pero no se extiende a decisiones imprudentes del prestamista o a fraudes del prestatario. La SBA exige que cada prestamista retenga un porcentaje del valor de los préstamos titulizados igual al doble de su índice histórico de fallidos. La SBA garantiza hasta el 80% del préstamo, aceptando el prestamista los riesgos por la parte restante no garantizada.
2. En segundo lugar, el Informe alude a la experiencia española de los FTPYMES, en conexión con las líneas de crédito del Instituto de Crédito Oficial para las PYMES; explicando las autorizaciones contenidas en las Leyes de Presupuestos Generales del Estado para que éste pueda garantizar los valores emitidos por aquel tipo de fondos de titulización. La compatibilidad de la cultura regulatoria nos llevará a proponer este modelo en el epígrafe siguiente.

3. Por último, señalar que el Informe también se refiere a la experiencia del programa de promoción de la titulización sintética (a través de derivados de crédito, no de cesiones de crédito) de préstamos a las PYMES desarrollado en Alemania por el Banco KfW¹, dejando constancia de sus dificultades técnicas y financieras de adaptación a otros entornos regulatorios.

1.3. Las consecuencias y enseñanzas que deduce el Informe de COSRA sobre las experiencias estadounidense y española de titulización de créditos a las PYMES

1. El Informe de COSRA deduce que, con independencia del modelo utilizado, la titulización de los créditos bancarios a las PYMES proporciona una fuente viable para la formación de capital en los mercados de valores mediante el uso de instrumentos financieros de deuda y renta fija que permiten a aquellas PYMES incrementar su financiación a medio y largo plazo y reducir los tipos de interés gracias a la liquidez que obtienen las entidades prestamistas a través de la titulización. En concreto, se citan como principales beneficios de la titulización de los créditos a las PYMES los siguientes:
 - a) Permite a las entidades prestamistas realizar préstamos a largo plazo por cuanto éstos pueden ser cedidos para obtener liquidez.
 - b) Permite que aquellas entidades prestamistas (bancos, entidades de crédito o entidades financieras en general) mejoren la cobertura de sus riesgos de crédito a resultas tanto de las garantías adicionales como de las cesiones de sus créditos a los vehículos de titulización.
 - c) Incrementa la normalización de los créditos bancarios a las PYMES con el consiguiente ahorro de costes de análisis para los bancos y otros intermediarios.

1. KfW es la entidad financiera pública de Alemania para la promoción de las pymes, propiedad del Gobierno (un 80%) y de los Länder (20%).

- d) Permite que las PYMES accedan de forma indirecta a la financiación a través de los mercados de capitales al consolidar un mercado secundario.
 - e) Amplía y diversifica los valores disponibles para los inversores institucionales.
 - f) Refuerza la protección del inversor ante crisis económicas de las entidades implicadas en la titulación.
 - g) Facilita la ayuda gubernamental a las PYMES mediante el acceso de aquéllas a crédito a largo plazo.
2. En segundo lugar, el análisis de las experiencias de titulación antes señaladas lleva al Informe de COSRA a llamar la atención sobre los siguientes puntos críticos que deben ser tomados en consideración:
- a) La falta de normalización de las carteras de créditos bancarios a las PYMES dificulta la adecuada calificación crediticia de los valores que emiten los vehículos de titulación cesionarios de tales créditos.
 - b) Los bancos deberían revisar o establecer programas de seguimiento de los créditos a las PYMES basados en una información adecuada sobre dichas empresas.
 - c) Es preciso establecer vehículos de titulación que sean capaces de captar grandes volúmenes de créditos bancarios a las PYMES para conseguir economías de escala en el momento de emitir los valores derivados de dicha titulación.
 - d) El papel de los gobiernos debe centrarse en estimular el interés de los bancos acreedores en crear un mercado secundario de su cartera de crédito a las PYMES.
3. Por último, el Informe de COSRA acaba recomendando a los gobiernos que establezcan programas que incentiven el uso de la titulación de

créditos a las PYMES que impliquen a los bancos comerciales prestamistas, a las instituciones avalistas, a los bancos de inversión, a las agencias de calificación crediticia y, en general, a cuantos agentes intervengan en dicha titulización; además de establecer incentivos fiscales tanto para los inversores que adquieran los valores emitidos como consecuencia del proceso de titulización como para las entidades prestamistas que ceden sus créditos a las PYMES a los vehículos de titulización legalmente previstos.

II. UN MODELO DE REFERENCIA: LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS PARA FAVORECER LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA

2.1. Regulación

1. Los Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial (FTPYME) se crearon al amparo de lo dispuesto en el art.53 de la Ley 49/1998. Su régimen fue desarrollado, inicialmente, por la Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999, sobre los Convenios de Promoción de este tipo de fondos, que fue sustituida por la Orden de 28 de diciembre de 2001 y esta última fue modificada parcialmente por la Orden ECO/1064/2003. La regulación vigente de estos FTPYME se establece en la Orden PRE/3/2007, de 10 de enero, sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial que entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE (BOE nº 11 de 12 de enero de 2007) y derogó las anteriores Órdenes de 2001 y 2003.
2. Esencialmente, estos FTPYME pretenden mejorar la financiación bancaria de las PYMES, facilitando la cesión a los fondos de los activos derivados de los préstamos y créditos que les conceden las entidades de crédito y, mediante la concesión del aval del Estado, mejorar la calidad crediticia de los valores que emiten dichos fondos. En definitiva, la posibilidad de movilizar el crédito concedido por las entidades bancarias a las PYMES mediante su posible cesión a los FTPYME y el aval público a los valores que estos fondos emitan, al abaratar la

refinanciación para las entidades financieras, facilitará la concesión misma de aquel crédito y mejorara sus condiciones.

3. Es interesante tener presente que alguna Comunidad Autónoma, como la Generalidad de Cataluña, ha regulado un tipo de Fondos de Titulación de Activos para favorecer la financiación de las PYMES catalanas denominados FTGENCAT. Todos los años se publica una Resolución de la Generalidad por la que se aprueban las bases y la documentación para la obtención del aval de esta Comunidad. Los requisitos que se exigen para la constitución de estos fondos son muy similares a los establecidos para los FTPYMES. Las principales diferencias con estos últimos son: los préstamos deben estar concedidos a empresas no financieras catalanas, se exige un activo mínimo al fondo de 200 millones de euros, no se obliga a que el fondo sea cerrado, todas las series de bonos deberán cotizar en la Bolsa de Barcelona y los plazos para reinvertir la liquidez obtenida como consecuencia del proceso de titulación son más largos.

2.2. Estructura de los FTPYME

1. En el funcionamiento de los FTPYME intervienen cinco entidades: las PYMES prestatarias o acreditadas de las operaciones bancarias activas de préstamo o crédito; las entidades de crédito que actúan como prestamistas o acreditantes en aquellas operaciones que ceden los créditos resultantes de las mismas al FTPYME; el FTPYME, como patrimonio sin personalidad jurídica que integran en su activo aquellos créditos para emitir valores de renta fija con cargo a su pasivo; la Sociedad Gestora del FTPYME que actúa por cuenta del mismo; y el Estado que avala los valores emitidos por el FTPYME.
2. En consecuencia, el núcleo de la estructura subjetiva de estos FTPYME tiene carácter triangular porque intervienen tres tipos de entidades con personalidad jurídica en relación con los patrimonios carentes de personalidad que son los propios FTPYME. Estos tres tipos de entidades aparecerán vinculadas por dos tipos de convenios normalizados. En

los dos convenios comparece como parte la Administración General del Estado, a través del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, representada por el Director General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, en virtud de la delegación establecida en la Disposición adicional única de la Orden PRE/3/2007. Esta Orden establece los dos modelos de convenio siguientes:

- a) En cuanto se refiere a la constitución y funcionamiento de los FTPYME, en su Anexo I establece el “Convenio tipo de colaboración entre el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos para constituir Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial”. Las partes comparecientes asumen los siguientes compromisos: el Director General citado se compromete a elevar a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la propuesta de concesión de aval por el Estado a los valores de renta fija que emita el FTPYME y a ceder el uso no exclusivo de la marca comercial FTPYME o sus siglas FTP; mientras la Sociedad Gestora se compromete a cumplir lo dispuesto en la Orden en cuanto a la naturaleza de los activos y pasivos del Fondo. Esta Sociedad Gestora deberá seguir el procedimiento establecido en el art.3 de la Orden para suscribir el convenio que le permitirá obtener el aval del Estado y en dicho procedimiento tiene especial protagonismo una Comisión de Evaluación establecida en el art.2 de la misma Orden.
- b) En cuanto se refiere a la integración del activo de los FTPYME, en su Anexo II establece el “Convenio tipo de colaboración entre el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y la entidad de crédito para determinar los préstamos o créditos susceptibles de cesión al Fondo de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial”. Las partes comparecientes asumen los siguientes compromisos: la entidad de crédito cederá al FTPYME los créditos que reúnan los requisitos previstos y reinvertirá la liquidez obtenida por la cesión del modo pactado; mientras el Estado permitirá que los valores emitidos por aquel FTPYME se beneficien de su aval.

2.3. Funcionamiento de los FTPYME

1. Dado el interés público que existe en favorecer la financiación de las PYMES y el fallo del mercado en lograrlo, el Estado recurre a un mecanismo por el que las entidades de crédito que tengan suscrito el pertinente convenio tipo de colaboración pueden ceder determinados créditos a un FTPYME, siempre que su Sociedad Gestora haya suscrito, a su vez, el correspondiente convenio tipo. Los valores de renta fija que emitan estos FTPYME gozarán del aval del Estado otorgado por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (art.1 de la Orden PRE/3/2007). Así pues, la ventaja esencial consiste en esta mejora de la calidad de los valores que emiten los FTPYME gracias a la garantía estatal, amén de la consiguiente cesión de uso por el Estado a las Sociedades Gestoras de la marca comercial “FTPYME” o sus siglas “FTP” y de sus logotipos y signos identificativos. Tales ventajas se obtienen a cambio de un compromiso de financiación de las PYMES mediante la cesión al activo de los FTPYME de los créditos otorgados a dichas empresas y de un compromiso de reinversión de la liquidez obtenida de nuevo en préstamos a PYME. En la obtención de este efecto benéfico —que justifica el aval estatal— deben estar implicadas tanto las Entidades de crédito que otorgan los préstamos y créditos a las PYMES y que los ceden a los FTPYME como sus Sociedades Gestoras que los administran y emiten por su cuenta los valores que gozan del aval del Estado y se obligan a cumplir, por lo tanto, los compromisos reglamentarios concernientes a la naturaleza de los activos y pasivos de tales fondos.
2. En consecuencia, el funcionamiento de los FTPYME —que deben tener carácter cerrado en el sentido del art. 3 del RD 926/1998— se puede explicar mediante la secuencia de acontecimientos siguiente:
 - a) Aquellas entidades de crédito que se hayan adherido al Convenio tipo de colaboración en los términos previstos en el Anexo II de la Orden PRE/3/2007 podrán ceder los préstamos y créditos que reúnan las condiciones estipuladas a dichos Fondos (art. 4.1.a). Este Convenio precisa los requisitos de deben reunir los préstamos y créditos susceptibles de cesión a los FTPYME y las exigencias de

reversión de la liquidez obtenida con dichas cesiones. Así, por un lado, deben ser préstamos y créditos, con plazo de amortización inicial no inferior a un año, concedidos a todo tipo de empresas no financieras domiciliadas en España, debiendo representar un mínimo del 80% los otorgados a PYMES, tal y como se definen en la Recomendación de la Comisión Europea de 6 de mayo de 2003. En el segundo aspecto indicado, la liquidez —esto es, el importe obtenido por la cesión de aquellos activos a los FTPYME— debe reinvertirse en nuevas operaciones bancarias activas que respeten los criterios anteriores en el plazo de 6 meses, el 50% y en el de un año, el porcentaje restante (cláusulas 2ª y 3ª del Convenio tipo).

- b) Los préstamos y créditos cedidos por aquellas Entidades de crédito constituirán el activo de los FTPYME (art. 4.1.a).
 - c) Los FTPYME a los que se hayan cedido los préstamos y créditos anteriores —y cuyas Sociedades Gestoras hayan suscrito un Convenio tipo de colaboración conforme a lo previsto en el Anexo I de la Orden PRE/3/2007— podrán emitir hasta un 80% de valores de renta fija con el aval del Estado. Estos valores deberán tener una calificación crediticia —efectuada sin tomar en consideración la concesión del aval por una agencia de calificación reconocida por la CNMV— mínima de AA, Aa o asimilada y gozar de una mejora crediticia que reduzca su riesgo de tal modo que la calificación crediticia mínima anterior —que debe obtenerse antes de la concesión definitiva del aval del Estado— no este sujeta a restricciones. Todos los valores emitidos por estos fondos, tanto las series o clase avaladas por el Estado como el resto, deberán negociarse en un mercado secundario oficial español de valores.
3. En el funcionamiento de estos FTPYME —como en el de todo tipo de fondos de titulización— tiene una importancia esencial garantizar la firmeza del mecanismo de cesión de créditos de modo tal que la cesión resulte inatacable una vez realizada, trasladando al Fondo el riesgo de insolvencia del crédito cedido. En esta cesión a los FTPYME les resulta de aplicación supletoria las normas generales sobre los FTA (así lo prevé expresamente la cláusula 5ª del Convenio tipo del

Anexo I a la Orden PRE/3/2007), por lo que el régimen de cesión de créditos a los mismos debe cumplir:

- a) Los requisitos específicos de cesión que se derivan del Anexo II de la Orden PRE/3/2007.
 - b) Supletoriamente, los requisitos generales establecidos en el art. 2º.2 del RD 926/1998; teniendo en cuenta la eventual aplicación de los requisitos especiales si se trata de créditos futuros según establece el art. 3º de la Orden EHA/3536/2005.
 - c) En general y salvo precepto específico en contrario, se aplicará el régimen de cesión de créditos de los arts. 347 y 348 del Código de Comercio y de los arts. 1526 a 1536 del Código Civil.
 - d) En la medida en que los préstamos a PYME titulizados tengan garantía hipotecaria (algo muy común), puede utilizarse para su cesión asimismo la Participación Hipotecaria o el Certificado de Transmisión de Hipoteca, regulados, respectivamente, en la Ley 2/1981, del mercado hipotecario y en la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.
4. En cuanto se refiere a la influencia que pueda tener la declaración de concurso de la entidad de crédito cedente (hipótesis remota vistas las garantías de supervisión bancaria) en la cesión de créditos a los FTA en general y a los FTPYME en particular hay que tener en cuenta los siguientes datos:
- a) Que el apartado 4 de la DA 5ª de la Ley 3/1994 dispuso que a los FTA le serán de aplicación, en relación con los préstamos y demás derechos de crédito que adquieran, el régimen que a favor de los titulares de las participaciones hipotecarias se contempla en el párrafo final del art. 15 de la Ley 2/1981.
 - b) Que el último párrafo del art. 15 de la Ley 2/1981 establece que, en caso de quiebra o suspensión de pagos o situación asimilada de la entidad emisora de la participación, el negocio de emisión de la

participación sólo será impugnabile en los términos del art. 10 de la misma Ley y en consecuencia, el titular de aquella participación gozará de derecho absoluto de separación en los términos previstos en los arts. 908 y 909 del Código de Comercio.

- c) Que el art. 10 de la Ley 2/1981 dispone que las hipotecas sólo podían ser impugnadas en los términos del art. 878.2º del Código de Comercio mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, demostrando el fraude en la constitución del gravamen y quedando en todo caso a salvo el tercero que no hubiera sido cómplice de aquel fraude.
- d) Del complejo juego de remisiones legales cabía deducir que los FTA gozaban de un derecho de separación en caso de quiebra o suspensión de pagos de las entidades cedentes de los créditos que integraban tales fondos.
- e) Tras la promulgación de la Ley Concursal, hay que adaptar las referencias que se hacían a los arts. 878 y 908 y 909 del Código de Comercio a los nuevos arts. 71 y 80, respectivamente, de la Ley Concursal.
- f) En conclusión, la cesión de créditos a los FTA y FTPYME no debería verse afectada por el concurso de la entidad de crédito cedente, salvo que se acredite que el negocio de cesión se hizo en perjuicio para la masa activa en los términos del art. 71 de la LC. En todo caso, sin perjuicio de la inmunidad jurídica al concurso del cedente descrito, este concurso sí podría provocar la necesidad de reemplazar al cedente en su capacidad de administrador y gestor de los créditos cedidos.

III. EL MODELO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS QUE SE PROPONE

3.1. La regulación del modelo

1. Es necesario que el modelo de titulización de activos para mejorar la financiación de las PYMES cuente con una regulación

específica porque ello dará seguridad jurídica a los agentes que intervengan en el proceso, con lo que se facilitará el desarrollo del modelo y sus efectos benéficos sobre la financiación de las PYMES.

2. La regulación del modelo podrá tener rango legal o reglamentario. En todo caso, el rango de la norma o normas que implementen el modelo deberá ser suficiente, a la vista de cada ordenamiento nacional, para garantizar los efectos jurídicos necesarios en cuestiones tales como, por ejemplo, la cesión plena y total de los créditos, la emisión, colocación y calificación de los valores de titulización, etcétera.
3. Sentado lo anterior, el tipo de regulación deberá tomar en consideración el distinto grado de desarrollo de la titulización en los países de Iberoamérica, donde —según hemos visto en el Capítulo 2 de este Libro— encontramos ejemplos de países en los que la titulización tiene una regulación específica y un desarrollo efectivo (por ejemplo, Argentina, Chile o España), mientras otros carecen de aquella regulación específica que, en ciertos casos, se encuentra en proyecto (por ejemplo, El Salvador).
4. Por lo tanto, la regulación del modelo puede optar por dos soluciones alternativas:
 - a) Una regulación autónoma de los procesos y los vehículos de titulización para la financiación de las PYMES.
 - b) Una regulación de los procesos y vehículos de titulización para la financiación de las PYMES integrada en la regulación general de la titulización.
5. En todo caso, conviene que los vehículos de titulización para la financiación de las PYMES se regulen, supletoriamente, por las normas generales sobre titulización de activos.

3.2. La estructura del modelo

3.2.1. El vehículo: La sociedad, el fondo o fideicomiso

1. Teniendo presente que, en el área iberoamericana, la titulización se sirve de vehículos con estructura societaria o de patrimonio sin personalidad jurídica (bien sean fondos o bien fideicomisos) y que ambos tipos de vehículos pueden ser utilizados para establecer el modelo que se propone, cabría establecer tanto Sociedades como Fondos o Fideicomisos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial.
2. En cualquier caso, será preciso que las Autoridades de Supervisión del mercado de valores verifiquen que el vehículo cumple las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de titulización y, en consecuencia, sometan a dichos vehículos a la oportuna autorización administrativa y a la supervisión continuada de su actividad.
3. Sin perjuicio de la anterior ambivalencia, es lo cierto que la estructura de Fondo ofrece ventajas funcionales porque facilita la separación del patrimonio afecto a la titulización de modo tal que tanto el activo como el pasivo quedan perfectamente separados a efectos contables y de responsabilidad. En todo caso, se constata que, en los países implicados en este Estudio, la titulización, tanto si adopta el vehículo de sociedad, de fondo o de fideicomiso, implica la constitución de patrimonios autónomos y separados a todos los efectos y, muy en particular, en casos de quiebras o concursos.
4. A su vez, este tipo de Fondos deberían ser de carácter cerrado porque su funcionamiento es más sencillo y su supervisión pública más fácil, elementos ambos deseables especialmente en la fase de arranque. Sin perjuicio de lo anterior, se constata que en algunos países (p.ej. Chile) las sociedades securitizadoras establecen estructuras abiertas de titulización en forma de programas que permiten la fusión por absorción de nuevos patrimonios de titulización por parte de los patrimonios iniciales. Estas estructuras se documentan a través de escrituras generales que dan cobertura a los programas de titulización y se complementan por escrituras especiales.

5. Por último, es conveniente que las sociedades, fondos o fideicomisos de titulización se identifiquen claramente en el mercado financiero como tales por varios tipos de razones:
 - a) Regulatorias, para determinar con claridad su estatus jurídico y diferenciar claramente estos vehículos de otras entidades financieras; razón por la que el legislador deberá reservar una denominación y unas siglas correspondientes para la utilización exclusiva de tales sociedades, fondos o fideicomisos.
 - b) Fiscales, para permitir una identificación más nítida que permita a los fondos de titulización de créditos a PYMES amparados por una iniciativa del gobierno hacerse acreedores a determinadas ventajas fiscales, caso de resultar necesario para su impulso. En este sentido, los países han puesto de manifiesto la importancia del tratamiento impositivo tanto de las rentas procedentes de los valores de titulización como de las entidades que intervienen en el proceso, así como las dificultades para conceder tales ventajas fiscales.
 - c) Comerciales, para asociar en el mercado de capitales los valores emitidos por aquellos vehículos con la garantía del Estado o del Organismo Multilateral que provocará una mayor capacidad de atracción del ahorro de los inversores, especialmente institucionales. Por ello, deberá protegerse aquella denominación y siglas con la inscripción por los Estados de las mismas como marcas comerciales.

3.2.2. La sociedad gestora o administradora

1. Debemos empezar por señalar que, si se opta por utilizar como vehículo específico una sociedad securitizadora o de titulización, la existencia de una gestora no es imprescindible, aunque si puede ser conveniente (como sucede, por ejemplo, con las sociedades de inversión que, en muchos países desarrollados, confían la gestión de sus activos a gestoras especializadas). Por el contrario, si se opta por la estructura de fondo de titulización o de fideicomiso, la falta de personalidad jurídica de éste obliga a contar con una sociedad gestora o con un fiduciario, respectivamente.

2. En ambos casos, será preciso que las autoridades de supervisión del mercado de valores verifiquen que las sociedades gestoras o administradoras de fondos de titulización cumplen las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de gestión de la titulización. Se constata que, en los países implicados, las sociedades securitizadoras, fiduciarias o gestoras de fondos de titulización deben cumplir unos requisitos tanto de estructura personal como de medios materiales que les permitan cumplir adecuadamente su función. Destacan, en particular, las exigencias de solvencia, sobre la base de una ponderación de riesgos (en particular, del riesgo operativo); y los requerimientos de adaptación de sus estructuras de gestión a la administración de procesos de titulización, p. ej. creando comisiones técnicas especializadas en la gestión de los diversos tipos de titulización que dependan de sus consejos de administración.
3. Según el grado de desarrollo de la regulación de la titulización en cada país iberoamericano, caben dos soluciones alternativas:
 - a) Exigir que la gestora de este tipo de fondos sea una sociedad especializada que tenga por objeto social exclusivo la gestión de fondos de titulización.
 - b) Permitir que gestionen este tipo de fondos de titulización las sociedades gestoras de fondos de inversión.
4. En relación con las soluciones apuntadas, se constata que, en la mayor parte de los países implicados, las sociedades securitizadoras o gestoras de fondos u otras estructuras de titulización se produce una especialización de tal manera que aquellas sociedades tienen como objeto exclusivo la gestión de la titulización (p.ej. en Chile, Colombia o Bolivia). En otros casos, el uso de estructuras de fondos de inversión para la titulización hace que puedan actuar como administradoras de los fondos de titulización las sociedades gestoras de los fondos de inversión (p. ej. en Brasil o Costa Rica).
5. Conviene recordar que la opción por la especialización de las sociedades gestoras dependerá de la masa crítica de estructuras de titulización

que deban ser administradas y esa masa crítica deberá valorarse tomando en consideración tanto las circunstancias de los mercados de valores nacionales como internacionales. Así, por ejemplo, en un país con un gran volumen de operaciones de titulación, como es el caso de España, existen sociedades gestoras de fondos de titulación de objeto social exclusivo en número reducido que no impide la competencia efectiva entre las mismas. En otros países, el volumen escaso de sus operaciones de titulación es compatible con la actuación de sociedades gestoras especializadas que son filiales o sucursales de conglomerados financieros internacionales.

6. Por último, es importante tener en cuenta que el modelo de titulación que se adopte en cada país debe permitir la adecuación de los costes derivados de la intervención de diversos sujetos en el proceso (sociedades gestoras, agencias calificadoras, etc.) a la importancia de la operación de titulación que se pretenda realizar para que la titulación sea, en todo caso, rentable.

3.2.3. Las entidades de crédito acreedoras originarias

1. Dado que el modelo que proponemos pretende facilitar la financiación bancaria de las MYPYMES y PYMES, los acreedores que originan los créditos concedidos a dichas MYPYMES y PYMES que, después, se cederán a los fondos de titulación deben ser bancos, entidades de crédito o entidades financieras en general que sean aptas para celebrar operaciones bancarias activas de préstamo o crédito con dichas PYMES.
2. Por lo tanto, la regulación del modelo debe limitar la capacidad de ser acreedores originarios a las entidades de crédito o entidades financieras especializadas, debidamente autorizadas y supervisadas por las autoridades bancarias competentes.
3. Cabe añadir que, según veremos más adelante, estas entidades deben estar obligadas a reinvertir la liquidez que obtengan en la cesión de los créditos a los fondos de titulación en nuevas operaciones de

financiación de las PYMES. Este deber de reinversión es necesario para evitar una desviación del modelo que pueda conducir a que el aval público acabe beneficiando a las entidades financieras o a grandes empresas y no a las verdaderas destinatarias del modelo que son las PYMES.

4. En relación con lo anterior, es importante dejar constancia de que el modelo que se propone es de titulización indirecta y bancarizada porque los créditos que se ceden a los vehículos de titulización proceden de los préstamos y créditos que las entidades financieras conceden a las PYMES. Ello es así porque consideramos que este modelo es el más adecuado a las características de los sistemas financieros iberoamericanos, tal y como dejamos señalado en el apartado 6 de la Introducción de este Estudio. Además, tales características se corresponden con el modelo de referencia de los FTPYMES en España que hemos descrito en el epígrafe II de este Capítulo 3.
5. Sin perjuicio de lo anterior, hemos constatado el interés de algunos países implicados en este Estudio por una eventual ampliación del modelo de titulización propuesto en un doble sentido:
 - a) Primero, para contemplar la posibilidad de que fueran las MYPYMES y PYMES las acreedoras originarias de los créditos que se cedan a los vehículos de titulización conforme a un modelo de titulización directa. En este sentido, Brasil ha informado de procesos de titulización en los que varias PYMES que suministran bienes o servicios a grandes corporaciones ceden sus créditos a fondos de titulización. En este caso, es la buena calidad crediticia del deudor la que los hace interesantes para la titulización.
 - b) Segundo, para contemplar la posibilidad de que actúen como acreedores originarios no solo entidades financieras, sin también organizaciones no gubernamentales dedicadas a la financiación de MYPYMES y PYMES que operan en algunos países (p.ej. Bolivia o Costa Rica).

3.2.4. Las PYMES deudoras originarias

1. La regulación del modelo deberá establecer que los créditos que se van a titularizar tengan como deudores originarios a las MYPYMES y PYMES. Porque sólo así se garantiza que los recursos públicos destinados a favorecer este modelo de titulización beneficien a tales tipos de empresas.
2. A tal efecto, deberá establecerse un deber de los bancos de comprobar que la empresa financiada pertenece a la categoría de microempresa, pequeña empresa o mediana empresa, según el sistema de acreditación establecido en cada país, al que nos hemos referido en el Capítulo 1 de este Estudio.
3. Hemos constatado que, en algunos países implicados en este Estudio, existen definiciones legales de microcréditos, que pueden ser tenidas en cuenta para delimitar los créditos que puedan ser cedidos a los vehículos de titulización.
4. Existe un consenso entre los países que intervienen en este Estudio sobre la necesidad de limitar la participación en el modelo de titulización a las microempresas, pequeñas empresas o medianas empresas que tengan un estatuto jurídico regular, sin que pueda alcanzar a empresas informales, irregulares o clandestinas. Ello es así porque no es razonable que este último tipo de empresas que viven al margen de los sistemas jurídicos de cada país puedan beneficiarse del aval público implícito en el modelo y porque, de esta manera, el propio modelo de titulización se convierte en un incentivo para regularizar el estatuto jurídico de aquellas empresas.
5. Por último, se constata que, en algunos países implicados en este Estudio (p. ej. Brasil), se han producido procesos de titulización directa en los que las MYPYMES y PYMES han actuado como acreedoras originarias que han cedido a los vehículos de titulización los créditos procedentes de operaciones con grandes corporaciones.

3.2.5. *Los Estados y organismos internacionales que avalan los valores emitidos por los fondos*

1. El interés público implícito en la financiación de las PYMES justifica que los Estados de los países iberoamericanos asuman los riesgos propios de garantizar los valores que emitan los fondos de titulización que faciliten aquella financiación.
2. Partiendo de la base de que la prestación de aval debe ser realizada por la entidad que, en cada país, se encargue de gestionar la Hacienda o Tesoro Público; en la gestión de dicho aval puede optarse por dos soluciones alternativas:
 - a) Encomendar directamente dicha gestión a la entidad gestora de la Hacienda Pública.
 - b) Encomendar la gestión a la entidad pública que en cada país se ocupe de las políticas de estímulo y protección de las PYMES para que dicha entidad traslade el expediente a la entidad gestora de la Hacienda Pública para la prestación efectiva del aval.
3. El modelo debe contemplar la posibilidad de que el aval público sea prestado también por bancos públicos o por fondos de carácter público que tengan entre sus finalidades el apoyo a la financiación de las MYPYMES o PYMES.
4. Por otro lado, dadas las finalidades de los Organismos internacionales o multilaterales que abarcan la financiación de las PYMES, también será posible que estos Organismos avalen los valores emitidos por los vehículos de titulización. En estos casos, la gestión de prestación de tales avales deberá acomodarse a las normas propias de funcionamiento del Organismo en cuestión.
5. En relación con lo anterior, hemos constatado un consenso entre los países intervinientes sobre el hecho de que el aval público de los valores emitidos por los vehículos de titulización no implica, en ningún

caso, que tales valores tengan un riesgo soberano, sin perjuicio de los efectos positivos que, en materia de calificación del riesgo, tienen los procedimientos implícitos en la concesión de dicho aval público.

3.2.6. Los inversores que pueden adquirir los valores de titulación. En particular, los fondos de pensiones

1. El modelo debe contemplar la doble posibilidad de que adquieran los valores de titulación tanto los inversores particulares como los inversores profesionales o institucionales, salvo que algún país considere conveniente limitar la distribución de los valores de titulación —en general o en ocasiones determinadas— a los inversores profesionales o institucionales o a una categoría determinada de estos últimos (p.ej. los fondos de pensiones).
2. Sin perjuicio de la doble posibilidad de que los valores de titulación sean adquiridos por inversores particulares o institucionales, estos últimos son los destinatarios preferentes de los valores de titulación. Por ello, conviene que cada país adapte su regulación de las inversiones que pueden realizar estos inversores institucionales (ya sean fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.) para dar cabida a los valores de titulación en sus carteras.
3. Los países que intervienen en este Estudio han manifestado un especial interés para que los valores de titulación puedan ser adquiridos por las administradoras de fondos de pensiones para integrar las carteras de dichos fondos. Con ello, se obtendrá un doble efecto social positivo del aval del Estado o del Organismo multilateral de que se trate ya que, además de la mejora de la financiación de las PYMES que implicará la adaptación del modelo propuesto, también mejorarán las oportunidades de inversión de los fondos de pensiones y, por lo tanto, saldrán favorecidos los partícipes y beneficiarios de dichos fondos.

3.2.7. Las agencias de calificación crediticia

1. Las agencias de calificación crediticia o “rating” están llamadas a cumplir un papel fundamental en la implantación del modelo propuesto

porque, vista la complejidad de todo proceso de titulización, resulta imprescindible que el riesgo crediticio de los valores de titulización sea oportunamente calificado por agencias reconocidas al objeto de que los inversores puedan decidir racionalmente su adquisición.

2. La presencia de estas agencias resulta compatible con las regulaciones vigentes de los países iberoamericanos ya que, en la mayoría de ellos, las autoridades supervisoras de los mercados de valores registran tanto dichas agencias como sus metodologías de calificación y supervisan su actuación en el mercado, exigiendo, por regla general, la actualización periódica de sus calificaciones.

3.3. El funcionamiento del modelo

3.3.1. *La programación del modelo a través de convenios que regulen las relaciones de los sujetos implicados*

1. Como en todo proceso de titulización, es necesaria una programación que coordine las conductas de los distintos sujetos implicados en el proceso para que el modelo permita facilitar la financiación de las PYMES.
2. Dado que en el modelo propuesto están implicados tres tipos de sujetos y dado que el modelo en sí mismo pivota sobre el aval público de los valores que emitan los fondos de titulización, será preciso establecer dos tipos de convenios:
 - a) Un primer convenio entre la entidad pública que gestione el aval del Estado o del Organismo multilateral —que puede ser la que se ocupe de la financiación de las PYMES o de la gestión del Tesoro— y las sociedades gestoras de los fondos de titulización. En él se establecerán los deberes de conducta que deben seguir estas sociedades gestoras para poder administrar este tipo de fondos. Estos deberes consistirán en cumplir los requisitos propios del modelo en cuanto a los créditos que pueden integrarse en el activo de los fondos de titulización y en cuanto a las características

de los valores que pueden emitirse por dichos fondos (cumplimiento de las mejoras crediticias exigidas, solicitud de admisión a negociación en mercados secundarios, remisión a la autoridad de supervisión de la información necesaria para el control del riesgo asumido por el Estado en virtud de los avales, etc.). A cambio, el Estado o el Organismo Multilateral deben asumir el compromiso de prestar el aval y, además, de otorgar a los fondos de titulación una licencia de uso de la marca constituida por la denominación o siglas que identifiquen este tipo de fondos para que pueda —y deba— adjuntarlas a sus datos individuales.

- b) Un segundo convenio entre la entidad pública indicada y los bancos y entidades financieras que pretendan conceder créditos a las PYMES y beneficiarse de su cesión a los fondos de titulación. En él, se establecerán las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos y los deberes de reinversión de la liquidez por las entidades financieras.
3. Hemos constatado el interés de los países implicados en este Estudio por establecer un sistema sancionador efectivo de las sociedades gestoras o entidades financieras que incumplan los deberes establecidos en los convenios. De modo tal que, junto a la expulsión del programa de titulación, se considera que deberían imponerse sanciones económicas disuasorias de tales incumplimientos (p.ej. mediante la obligación de restituir los beneficios financieros obtenidos, en su caso, con intereses o coeficientes multiplicadores).

3.3.2. La primera fase: concesión de créditos por las entidades financieras a las MYPYMES y PYMES

1. Los créditos que serán cedidos por las entidades financieras a los fondos de titulación deben cumplir requisitos subjetivos y objetivos. En todo caso, se constata la necesidad de que tales créditos se sometan a un proceso de normalización o estandarización (p.ej. mediante la implantación de condiciones generales uniformes) que facilite la cesión a los vehículos de titulación.

2. En el primer sentido, pueden derivar de todo tipo de operaciones bancarias activas (préstamos, aperturas de crédito, etc.) contratadas con los tipos de empresas que en cada país se determine, según hemos visto con anterioridad. En todo caso, estas empresas no deben tener carácter financiero, ni vinculación societaria con el prestamista.
3. En el segundo sentido, los préstamos y créditos deberían realizarse a medio y largo plazo, excluyendo los inferiores a un año. Se constata que en los países implicados en este Estudio los créditos de financiación productiva a las PYMES se otorgan por plazos superiores a un año y, en los casos de que los plazos sean inferiores, pueden extenderse por mecanismos de refinanciación. En todo caso, la propia implantación del modelo de titulización facilitará la extensión temporal del plazo de concesión de tales créditos.
4. Por último, procede recordar que algunos países implicados en este Estudio han mostrado su interés por la posible ampliación del modelo hacia la titulización directa de créditos de las PYMES y hacia la titulización indirecta de créditos de organizaciones no gubernamentales a PYMES.

3.3.3. La segunda fase: la cesión de los créditos por las entidades financieras acreedoras a los vehículos de titulización

1. Las cesiones de los créditos deberán cumplir requisitos de tipo objetivo y formal
 - a) Entre los requisitos objetivos, debería incluirse la exigencia de que la cesión de los activos sea plena e incondicional y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento del crédito y que la entidad financiera cedente de los créditos no conceda ninguna garantía al vehículo cesionario de aquellos ni asegure el buen fin de la operación; sin perjuicio de que la entidad financiera acreedora originaria pueda conservar la administración y gestión de los créditos cedidos.
 - b) Entre los requisitos formales, cabe exigir que la cesión conste en un documento contractual suscrito por la entidad de crédito cedente y

por la sociedad gestora del fondo de titulación en el que se detallen los activos que se ceden con sus características y ambas entidades declaren, bajo su responsabilidad, que los créditos cedidos cumplen los requisitos legalmente exigibles.

2. En esta segunda fase debe garantizarse —por ejemplo, mediante el compromiso formal de la entidad financiera originadora en el documento de cesión— que la liquidez que obtenga como consecuencia de la cesión de los activos al fondo de titulación la reinvertirá en préstamos y créditos para PYMES en un período que no debería exceder del año.
3. Cabría pensar en la posibilidad de que la cesión de los créditos fuera parcial de modo tal que la entidad acreedora originaria conservara un porcentaje del riesgo de impago de aquellos (p. ej. un 20%). Este mecanismo tiene la ventaja de mantener el interés (al menos parcial) del acreedor originario en la gestión del crédito parcialmente cedido, pero tiene el inconveniente de no sacar del balance de aquel acreedor todo el riesgo ni permitir la liquidez total del crédito ni su total reinversión en el “circuito cerrado” de financiación a las PYMES.
4. Los países implicados en este Estudio han mostrado un consenso sobre la conveniencia de que la cesión de créditos a los vehículos de titulación sea plena e incondicional en cuanto a sus efectos jurídicos y total en cuanto al porcentaje del crédito cedido. En este último aspecto, se considera que el mantenimiento del interés de la entidad de crédito cedente en los créditos cedidos puede alcanzarse por mecanismos alternativos a la cesión parcial tales como la adquisición de valores de titulación subordinados, la sobrecolateralización o los compromisos de suministros transitorios de liquidez.
5. Es importante cerrar este epígrafe dejando constancia de las dificultades constatadas por los distintos países para que la cesión de los créditos por los bancos y las entidades financieras suponga una plena separación del riesgo inherente a tales créditos de su balance. Por ello, la consecución de ese efecto contable por el modelo propuesto exige la coordinación entre las autoridades supervisoras de los mercados de

valores y las autoridades de supervisión bancaria. En todo caso, conviene recordar que el mecanismo de titulización que se propone no cumple única ni principalmente la función de transferencia del riesgo de crédito de las entidades financieras, sino también y principalmente cumple la función de mejora de la financiación de las PYMES.

3.3.4. La tercera fase: la emisión de los valores de titulización por el vehículo de titulización

1. La emisión de los valores por este tipo de fondos de titulización debería realizarse, preferentemente, mediante oferta pública para conseguir un efecto colateral añadido de enriquecimiento del mercado de valores respectivo. Ahora bien, cabría también admitir la colocación privada de dichos valores si se considera necesaria para facilitar su distribución. En este último caso, aunque en algunos países este tipo de colocaciones quedan al margen de la supervisión de la autoridad competente, habida cuenta que los valores emitidos cuentan con aval del Estado, podría ser conveniente que en caso de colocaciones privadas también debiera intervenir el organismo supervisor correspondiente. En todo caso, se constata que los países implicados en este Estudio consideran que los valores de titulización deberán ser objeto de oferta pública tomando en consideración tanto el aval público del que gozarán como la consiguiente vocación de mercado de tales valores.
2. Sería conveniente también que los valores emitidos por estos fondos se listarán en un mercado secundario para facilitar su liquidez y objetivar su valoración.
3. Debería establecerse la obligatoriedad de contar con una calificación de riesgo emitida por una agencia de rating reconocida, pudiéndose establecer excepciones en las emisiones destinadas a colocación privada entre profesionales. De esta manera, se reconoce la función colateral de estructurador de la emisión que vienen jugando las agencias de rating en los países iberoamericanos como consecuencia de los requisitos que toman en consideración para sus calificaciones de riesgo. A este respecto, constatamos que los países implicados en este Estudio

consideran imprescindible que los valores de titulización cuenten con una o dos calificaciones de riesgo que sean actualizadas periódicamente.

4. Por último, el Estado u Organismo Multilateral debería prestar un aval parcial (p. ej. del 80%) de cada serie o clase de valores de renta fija que emita cada fondo y debería condicionar la prestación de aval por su parte a una calificación crediticia suficiente de los valores emitidos, realizada con independencia de dicho aval público y a la existencia de instrumentos de mejora crediticia de dichos valores que le permitan obtener aquella calificación con anterioridad a la prestación del aval público. Del mismo modo, una vez que la titulización de créditos a PYME esté firmemente asentada, puede ser lógico poner un techo al compromiso financiero del Estado asumido mediante el aval. Este techo provoca en fases avanzadas una sana competencia por el aval y, en última instancia, logra que las titulizaciones cada vez necesiten menos aval público para lograr términos de colocación aceptables en el mercado, multiplicando así los beneficios de esta intervención pública.