



FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA Y CRÉDITO A LAS PYMES

JOSÉ ANTONIO TRUJILLO¹
Intermoney

RESUMEN EJECUTIVO

Las técnicas de financiación estructurada, entre las que podemos incluir la titulización y los bonos protegidos (*covered bonds*), pueden ser utilizadas para mejorar la financiación de las PYME. Son utilizadas por entidades bancarias para refinanciar sus Carteras de préstamos a PYMES, bien sea titulizándolas o afectándolas para construir bonos protegidos estructurados (*structured SME covered bond*), pero también pueden ser utilizadas directamente por las empresas no financieras que dispongan de derechos de cobro de naturaleza y características adecuadas para su cesión a terceros. En principio, por su complejidad y costes, estos instrumentos de financiación parecen estar reservados a entidades financieras, y fuera de ese ámbito a empresas de gran tamaño. Sin embargo también pueden ser utilizados por empresas de tamaño relativamente reducido. Los fondos de titulización «privados» son una herramienta muy flexible, jurídicamente sólida, sujeta a procedimientos administrativos sencillos y de bajo coste, y pueden ser utilizados por empresas de tamaño medio, tanto para emitir y colocar bonos de titulización como para estructurar y emitir bonos protegidos. Por otro lado, recientemente la legislación ha habilitado a los fondos de titulización privados para que puedan optar a cotizar en plataformas alternativas de negociación tipo MARE. Esto supone un atractivo adicional, pues facilita la colocación y posterior negociación de los bonos, aunque ésta quede restringida a inversores cualificados.

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas pequeñas y medianas (PYMES), incluidas las microempresas y los trabajadores autónomos, constituyen el segmento empresarial que sostiene el mayor porcentaje de empleo; casi el 70% del empleo privado y alrededor del 50% del PIB europeo. Esta circunstancia se repite en todos los países de la UE, con mayor o menor importancia. En el caso español los datos de contribución al empleo por tamaño de empresa confirman dicha importancia, a la vez que ponen de manifiesto un alto nivel de atomización.

¹ Presidente de Intermoney Titulización SGFT. El autor agradece los comentarios de Manuel González Escudero y Carmen Barrenechea.

**NÚMERO DE EMPRESAS Y EMPLEADOS EN ESPAÑA MAYO DE 2014**

Tipo de empresa según empleo	número	%	asalariados	%	Media asalariados
Autónomos	1.516.602	56,1%	-	-	-
Micro empresas (1-9)	1.036.669	38,3%	2.638.300	21,5%	2,5
Pequeñas (10-49)	125.573	4,6%	2.444.400	19,9%	19,5
Medianas (50-249)	21.419	0,8%	2.115.300	17,3%	98,8
Grandes (250-)	4.254	0,2%	5.062.100	41,3%	1.190,0
Total	2.704.517	100,0%	12.260.100	100,0%	

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Sin el crecimiento del segmento PYME difícilmente se puede reducir la tasa de paro de manera significativa. Por ello, desde todas las instancias de gobierno de los países de la UE, desde la propia Comisión Europea y también desde los Bancos Centrales, se establecen medidas de apoyo a este segmento en todos los ámbitos: fiscal, laboral, administrativo, comercial y financiero. En esta nota nuestro interés se limita al ámbito financiero y, en particular, a lo relativo al acceso de las empresas a la financiación, tanto bancaria como a la obtenida directamente en el mercado. Más en concreto, estamos interesados en aquellas medidas e instrumentos que buscan favorecer la financiación a las pymes, sea tanto la obtenida por estas de manera directa en el mercado como aquellas otras que de manera indirecta buscan favorecer el crédito bancario, facilitando su refinanciación. En particular nos referiremos a la utilización de instrumentos de titulización y otros con respaldo de activos, tanto para su utilización directa por las PYME como por las entidades bancarias que las financian.²

2. MEDIDAS DE APOYO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

En España no existen estadísticas precisas sobre crédito al segmento de las PYME, pero los datos para el conjunto del sector privado indican caídas muy pronunciadas desde el comienzo de la crisis sin haber todavía tocado suelo.³ Las causas de la caída deben atribuirse tanto a factores de demanda como de oferta. Desde el estallido de la burbuja, partiendo de una situación de alto nivel de endeudamiento, ha debido producirse una contracción en la demanda de crédito por parte de las pymes. El aumento del coste de financiación pudo ser inicialmente un factor explicativo de dicha reducción,

² El número 45 de la Colección Papeles de la Fundación de Estudios Financieros aborda la problemática de la financiación de las PYMES desde múltiples perspectivas.

³ Sobre los datos de evolución del crédito según tamaño de las empresas se puede consultar Martínez Carrascal C. y Mulino Rósen M. (2014).



pero a medida que la economía se adentró en la crisis, ha tenido que ir cobrando más importancia como explicación la falta de oportunidades de crecimiento e inversión en un contexto generalizado de deterioro de expectativas y destrucción de empleo. Por el lado de la oferta, las entidades de crédito han endurecido las condiciones de acceso al crédito al sector privado y especialmente a las PYMES. El mayor rigor en la concesión es una respuesta lógica a las crecientes tasas de morosidad, pero también un consecuencia de la política general de reducción de balance de las entidades y de la preferencia por otras alternativas con menor riesgo, menor consumo de capital y muy rentables a corto plazo, como ha sido la inversión en deuda pública, favorecida por una política monetaria crecientemente expansiva.

APOYO A LA REFINANCIACIÓN BANCARIA

Sin restar importancia a los factores que puedan explicar la disminución del crédito a las PYMES desde el lado de la demanda, parece haber cierto consenso sobre que las restricciones por el lado de la oferta han sido determinantes para dicha disminución, al menos en los primeros años de la crisis, hasta el punto de poder haber contribuido a su agravamiento en algunos países. En otras palabras, parece existir una demanda de crédito solvente por parte de PYMES que no está siendo atendida por las entidades de crédito y que tampoco puede ser satisfecha de manera directa por las empresas en el mercado de capitales. Como respuesta se han producido medidas públicas de apoyo en dos vertientes. Por un lado, aquellas que buscan facilitar la refinanciación a las entidades de crédito, con el objetivo de aumentar la disponibilidad de recursos para conceder nuevos créditos y abaratar su coste. Por otro, medidas que buscan favorecer el acceso directo de las PYMES al mercado mediante la implantación de plataformas de negociación alternativas, menos exigentes en requerimientos formales y de información, y de menor coste que las existentes para emisores de mayor tamaño.

Sin ninguna pretensión de exhaustividad encuadraríamos en el primer apartado las políticas desarrolladas mediante instituciones locales, como el ICO, con líneas de provisión de liquidez finalista para la financiación de PYMES. Por otro lado, a nivel de la UE, habría que incluir las actuaciones del Banco Europeo de Inversiones (BEI) a través del Fondo Europeo de Inversiones (FEI), dirigidas al segmento PYME, en este caso con una combinación de provisión de liquidez y asunción de riesgo. El FEI suscribe bonos emitidos por fondos de titulización de préstamos a PYMES y otorga garantías aportando su calificación triple-A a inversores en dicho tipo de bonos. El FEI se involucra en el proceso de estructuración del correspondiente fondo de titulización, imponiendo criterios de elegibilidad para los préstamos y niveles de mejora de crédito que respondan a su política de riesgos. La garantía típica, otorgada directamente al suscriptor de los bonos, asegura el pago puntual de intereses y la recuperación del principal en el vencimiento final.⁴ Otra línea de apoyo del FEI es el otorgamiento de garantías directamente a carteras de PYMES.

⁴ Estas operaciones pueden no ser vistas en el mercado, por tratarse de bonos no cotizados constituidos ad hoc en régimen privado y donde la garantía se otorga directamente a favor del inversor; que



Aunque de naturaleza muy distinta, pero asimismo vinculadas al mundo de la titulización, son también medidas de apoyo indirecto a las pymes las facilidades de liquidez otorgadas por el BCE; tanto las permanentes que permiten el descuento de bonos de titulización con respaldo de préstamos a pymes, como las extraordinarias tipo TLTRO, vía préstamo condicionado a la inversión en pymes pero sin garantías, que comenzará en otoño de 2014. Las entidades de crédito españolas, y también las italianas, han sido las más activas a la hora de titular préstamos a pymes, inicialmente emitiendo bonos para su colocación en mercado y a partir de 2007 reteniéndolos en balance para su inclusión en sus respectivas pólizas de descuento frente a BCE. Sin embargo, a pesar de la práctica ausencia de fallidos en las operaciones de titulización en Europa, esta vía de obtención de liquidez a partir del descuento de ABS con respaldo de préstamos a pymes, ha estado fuertemente penalizada.⁵ El hecho de entrar en la categoría de titulización supone un hándicap y el BCE impone un *haircut* especialmente alto en el descuento a dicha categoría de activos; por cierto, un tanto incongruente con la información disponible sobre fallidos desde el comienzo de la crisis. Pero además, por tratarse de riesgo pyme, las operaciones sufren un estrés adicional por parte de las agencias de calificación, también hasta cierto punto ajenas a los datos de fallido observados. El resultado final es que a partir de una cartera estándar de préstamos a pymes, la liquidez neta obtenible en BCE mediante la garantía del tramo senior de una operación de titulización retenida para dicho fin por la entidad se ha situado en el pasado reciente entre el 50% y el 60% del importe de la cartera.⁶

MERCADOS ALTERNATIVOS

En el segundo apartado de medidas de apoyo a las pymes está la creación de mercados alternativos de cotización; en el caso español, los mercados alternativos MAB y MARF, de acciones y renta fija respectivamente, dirigidos a empresas de tamaño medio.

Sin embargo no es mucho lo que se puede esperar de estos mercados. Tengamos en cuenta que, de algún modo, existe una contradicción entre la propia naturaleza de las empresas que entran en la categoría de pyme, incluso aunque nos refiramos exclusivamente a las de tamaño medio, y la noción de mercado organizado, sea éste en la vertiente de recursos de capital (MAB) como de deuda (MARF). Naturalmente, estos mercados sólo pretenden dar acceso a empresas de tamaño medio, pero su importancia,

típicamente mantiene los bonos en balance o los incluye en algún tipo de *conduit* o vehículo de inversión. Al menos tenemos conocimiento de una operación de este tipo realizada por el FEI en España en 2013 para una entidad de crédito de tamaño medio.

⁵ El documento conjunto del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo (2014) cuyo objetivo es favorecer el uso de la titulización, viene a reconocer la falta de justificación de su excesiva penalización en el actual marco regulatorio europeo y parece dirigirse a los legisladores para moderar la actual regulación.

⁶ Hay que tener en cuenta que además del *haircut* del tramo llevado a descuento, la entidad debe introducir mejoras de crédito en forma de tramos subordinados no descontables y fondos de reserva que suponen pérdida de liquidez. Esta situación se agrava en el caso de entidades que por su bajo nivel de calificación no pueden retener la tesorería de los fondos en que participan.



aunque política y mediáticamente ruidosa, no puede aspirar a ser sino marginal en el contexto de la financiación de ese segmento de empresas. La financiación de las pymes, incluidas las de tamaño medio, seguirá siendo fundamentalmente bancaria.

No obstante, estos mercados alternativos deben ser promovidos, pues además de que pueden dar acceso a empresas de la parte superior del segmento, también pueden servir para facilitar otras fórmulas intermedias entre la financiación bancaria y el acceso directo de las pymes. Abordaremos este punto concreto más adelante al referirnos a la cotización de determinados instrumentos respaldados por activos, en particular a la importancia de que puedan cotizar en el MARF fondos de titulización privados y otras operaciones de naturaleza similar.

3. LAS PYMES EN EL CONTEXTO DE LA FINANCIACIÓN RESPALDADA POR ACTIVOS

LAS ENTIDADES BANCARIAS Y LA TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS A PYMES

Un marco regulatorio que facilite la refinanciación de las carteras de préstamos es condición necesaria para el crecimiento sostenido del crédito bancario, aunque como apuntamos más adelante esté lejos de ser condición suficiente.

Al margen de los depósitos de clientes, las entidades utilizan sus propios activos como vía principal de obtención de liquidez, bien sea cediéndolos o afectándolos en garantía de emisiones.⁷ Las entidades acceden al mercado mediante emisiones respaldadas por activos, pero también construyen bonos a partir de sus activos para acceder a las facilidades de liquidez del Banco Central Europeo o para ser utilizados en operaciones de repo privadas.

La financiación respaldada por activos tiene dos grandes apartados. Por un lado la titulización y por otro los bonos protegidos o «*covered bonds*». Se titulan activos cediéndolos (vendiéndolos) a un vehículo separado creado al efecto (un fondo de titulización en nuestro caso) que emite bonos para financiar la compra de los activos. El servicio de los bonos se atiende exclusivamente con el flujo procedente de los activos, sin recurso a la entidad cedente.⁸ En definitiva, la entidad obtiene liquidez no como emisora de deuda sino por la venta de los activos, pudiendo reservar para sí derechos subordinados al pago de los bonos.⁹ Cuando se trata de *covered bonds* los activos permanecen en el balance y se constituyen en garantía de los bonos, que son deuda emitida por la propia entidad.¹⁰ En este caso, por tanto, no cabe la cesión de riesgo y sí se produce un incremento de endeuda-

⁷ Téngase en cuenta que en España habría que incluir titulización y cédulas.

⁸ Además de los activos cedidos suelen existir otras fuentes de recursos o garantías que constituyen mejoras de crédito, como fondos de reserva constituidos con financiación subordinada o *swaps* de diversa naturaleza.

⁹ No entramos en cuestiones relativas a la desconsolidación ni a la reducción de capital regulatorio como consecuencia de la posible cesión de riesgo.

¹⁰ En algunas jurisdicciones los activos que respaldan la emisión del *covered bond* se sitúan en un vehículo jurídicamente separado.



miento, siendo el propósito exclusivo de la garantía la mejora del riesgo de los bonos a cambio de condiciones de financiación más ventajosas. Los Fondos de Titulización de préstamos hipotecarios y las Cédulas Hipotecarias, respectivamente, son el mejor ejemplo en España de cada uno de estos dos tipos de instrumentos de financiación.¹¹

La titulización no es ajena al concepto PYME, pero no tanto porque las PYMES sean tituladoras de sus activos sino porque los préstamos a PYMES son un activo muy utilizado para constituir fondos de titulización. En España los préstamos a PYMES han sido titulizados de manera masiva, muy por delante de cualquier otro país de la UE.¹² En el origen de la popularidad de las operaciones de titulización de préstamos a PYMES en España está el programa de aval público, FTPYME, vigente con pequeñas modificaciones desde 1998. En este programa el Tesoro otorga su aval a una parte del tramo senior del fondo de titulización, bajo determinadas condiciones de elegibilidad de los préstamos, compromisos de reinversión en pymes y nivel previo de «rating» de los bonos avalados.¹³ En sus primeros años el éxito del programa radicó en que el aval del Tesoro permitía la consideración de los bonos avalados como riesgo público, con las consiguientes ventajas regulatorias de consumo de capital, además de que el rating obtenible exclusivamente mediante la estructura de titulización podía exceder al del propio avalista. El programa FTPYME ha tenido un efecto colateral muy positivo: puso la atención de las entidades de crédito y de los inversores en esa clase de activo, dando lugar a un importante crecimiento de las titulizaciones de pymes con y sin aval público. El resultado es que España, con mucha diferencia, es el país que ha realizado más operaciones de titulización de préstamos a PYMES, lo cual ha incidido en una mejora de la información de las entidades sobre este segmento de empresas. Esta experiencia sitúa a las entidades bancarias españolas en una inmejorable posición si finalmente el BCE llevara a cabo la anunciada compra de ABS respaldados por PYMES.

El efecto de la titulización sobre el crecimiento del crédito a las PYMES no es fácil de medir. Sin lugar a dudas, la desmesurada expansión sin precedentes del crédito en el mundo desarrollado cuyos efectos todavía padecemos, tuvo en la titulización no el único, pero sí su más firme aliado. En España y en particular en lo referente a las PYMES, tampoco cabe duda de que, al menos inicialmente, la existencia de avales públicos ayudó al desarrollo de la titulización de esa clase de activo y esta facilidad de refinanciación pudo incentivar la concesión de crédito. Por otra parte, no es de extrañar que la facilidad de refinanciación incentivara la concesión de nuevos préstamos, especialmente en un entorno como el que caracterizó el período 1999-2007, de fuerte expansión económica, con expectativas de crecimiento sostenido, baja percepción de riesgo y relajamiento de los estándares de concesión. Pero en la situación actual, como muestran los hechos, la

¹¹ Al tiempo que se escribe esta nota, están siendo revisadas las leyes españolas que regulan la titulización y las cédulas. Se espera que en 2015 entre en vigor un nuevo marco jurídico para ambos instrumentos.

¹² En España, desde el año 2000 se han titulizado más de 300.000 millones de euros de préstamos a pymes.

¹³ Este programa dio lugar a otros similares en determinadas Comunidades Autónomas, especialmente en Cataluña (programa FTGenCat). También Andalucía y la Comunidad Valenciana tuvieron programas similares, aunque de más reducida envergadura.



disponibilidad de liquidez no está siendo condición suficiente para el crecimiento del crédito. En general, las entidades tienen actualmente abundante liquidez y disponen de mecanismos para acceder a cuanta liquidez adicional pudieran requerir, tanto del mercado como del BCE, y a precios muy competitivos. Sin embargo, el crédito no crece. Por tanto, o bien no existe demanda de crédito o ésta no se ajusta a los estándares de concesión que ahora exigen las entidades o la percepción del riesgo ha aumentado, o la disponibilidad de capital de las entidades, no puede responder a las exigencias de capital que un activo de tal naturaleza podría llegar a consumir con los actuales niveles de morosidad observada, o se produce una combinación de todas estas causas. La realidad es que la abundancia de liquidez propiciada por los Bancos Centrales, acompañada de niveles de tipos históricamente bajos y de reiteradas promesas de su mantenimiento en los actuales niveles durante un horizonte amplio, no consigue la reanimación del crédito al sector privado en general ni a las pymes en particular. Deberíamos concluir por tanto que el problema de la restricción de la oferta de crédito no está en la liquidez sino en la solvencia de ambas partes: prestamistas y prestatarios.¹⁴ No obstante, habrá que esperar al resultado de la última y espectacular medida del BCE, que comenzará en septiembre de 2014, consistente en inyectar hasta un billón de euros a las entidades destinado a la concesión de crédito a las pymes, a un tipo de interés prácticamente nulo.¹⁵

LA TITULIZACIÓN COMO INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

La persistente caída del crédito al sector pymes en algunos países, a pesar de la abundancia de liquidez a disposición de las entidades financieras, pone de manifiesto la escasa incidencia que parecen tener las medidas de apoyo indirecto, por ejemplo facilitando la refinanciación de las carteras de préstamos a pymes vía titulización. La cuestión que abordamos a continuación es si las pymes pueden utilizar la titulización de manera directa para financiarse desintermediando a las entidades de crédito.

De entrada tengamos en cuenta que la titulización no es un instrumento de uso exclusivo de las entidades financieras, aun siendo cierto que éstas dominan de manera abrumadora el mercado. Por la naturaleza de su negocio, las entidades financieras tienen activos en su balance que son susceptibles de ser titulizados, por tratarse de derechos jurídicamente sólidos y generadores de flujos económicos predecibles: en definitiva, préstamos y créditos con o sin garantía real. Por el contrario, no es habitual que las empresas no financieras dispongan de activos titulizables. Pueden tener en balance algún tipo de derecho de cobro derivado de su actividad, como facturas, pagarés, certificaciones, etc. Estos derechos pueden ser cedidos, aunque en general su reducido importe unitario, su corto plazo y su fragilidad jurídica, dificultan y encarecen su titulización, lo cual no impide que esta clase de ABS¹⁶ sea habitual en el mercado interna-

¹⁴ Sobre este particular, Darvas (2013).

¹⁵ Nos referimos al TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations) anunciada por el Gobernador del BCE, en junio de 2014.

¹⁶ *Asset Backed Securities*.



cional. Adicionalmente a derechos de cobro ya anotados en balance, las empresas pueden disponer de otros derechos resultantes de contratos, pero que todavía no figuran en el balance. Por ejemplo, ingresos futuros procedentes de concesiones administrativas y contratos de explotación de bienes y servicios: piénsese en peajes, recibos de consumo de energía, agua, alquileres, etc. En definitiva, flujos futuros derivados de contratos jurídicamente robustos cuyo importe pueda ser razonablemente estimado para un determinado horizonte dentro de la vigencia de los contratos.

Pero de igual modo que el tamaño resulta ser un obstáculo insalvable para el acceso de las pymes a las plataformas públicas de captación de capital o de deuda, un problema que se trata de paliar mediante la habilitación de plataformas de cotización alternativas menos exigentes, también en la titulización ocurre algo parecido. La titulización más estándar, aquella que ha de cumplir con todas las exigencias formales y de mercado, no es utilizable por las empresas de tamaño reducido. Este es el caso de los fondos de titulización (FTA) estándar, que denominamos «públicos», que se definen por su capacidad de emitir bonos que pueden cotizar en mercados organizados y que pueden ir dirigidos a todo tipo de inversores. Estos FTA no son el instrumento adecuado para empresas y operaciones de tamaño reducido. Sin embargo, los FTA que denominamos «privados», cuyos bonos no están autorizados a cotizar en mercados organizados y que sólo pueden ser dirigidos a inversores cualificados, están sujetos a menores exigencias y pueden ser una alternativa viable para operaciones de pymes. Ambos tipos de fondos comparten idénticas ventajas y fortalezas otorgadas por la legislación de titulización (separación en caso de quiebra del cedente, neutralidad fiscal, supervisión por CNMV, representación por entidad gestora supervisada, etc.), pero los FTA privados están eximidos de algunos requisitos relacionados con la información disponible para los inversores (auditoría de los activos, rating de los bonos, folleto de emisión); de ahí la prohibición de que sus bonos coticen en mercado organizado y la limitación de su comercialización a inversores cualificados. En definitiva, estos fondos se entienden como acuerdos privados entre partes cualificadas. Típicamente, los FTA privados son promovidos por inversores que encuentran en el FTA el vehículo idóneo para albergar su inversión en determinados activos. Por el contrario, los FTA públicos, normalmente promovidos por la entidad titular de los activos, por estar autorizados a cotizar en mercados teóricamente abiertos a todos los inversores, están sujetos a requisitos más exigentes que dan lugar a procedimientos y costes, iniciales y durante la vida de la operación, que resultan insalvables para empresas y operaciones de reducido tamaño. Para la mayoría de dichas operaciones es especialmente crítico el requisito de dos «rating» que impone a la titulización la legislación Comunitaria, y no sólo por su coste, sino en muchos casos por la imposibilidad de obtenerlos.¹⁷

Los FTA privados regulados en España son el equivalente de la figura del «*special purpose vehicle*» (SPV) habitual en otras jurisdicciones. En definitiva, un ente sin personalidad jurídica, fiscalmente neutral y, al no estar sujeto a la legislación de las sociedades mercantiles, muy flexible para articular esquemas de coparticipación y reparto entre inver-

¹⁷ Si la empresa y/o la operación es de reducido tamaño o los activos poco habituales, es posible que no sea posible obtener un rating por parte de una agencia autorizada por ESMA.



sores. Como un «extra» importante, la legislación española otorga a los FTA, públicos y privados, separación en caso de quiebra (del cedente). Así, los FTA privados, por sus cualidades jurídicas y fiscales, facilidad de constitución y bajo coste, constituyen un vehículo idóneo para albergar una inversión o conjunto de inversiones de un inversor individual o de un conjunto reducido de inversores.

La utilización de FTA por inversores individuales para situar activos concretos es cada vez más habitual en España, en particular tras la irrupción de los denominados Fondos de Activos Bancarios (FAB).¹⁸ Estos, específicamente creados como una opción para la desinversión de los activos propiedad de la SAREB, son fondos de titulización con la particularidad de que sólo pueden ser constituidos con activos procedentes de SAREB, incluidos activos inmobiliarios, así como acciones y títulos de naturaleza similar que sin embargo están vetados para los FTA¹⁹. Aunque a priori los FAB también pueden adoptar las dos variantes, pública y privada, la realidad es que la naturaleza y complejidad de los activos de la SAREB, típicamente activos dañados con subyacente inmobiliario, hace poco menos que imposible la constitución de FAB públicos emisores de bonos cotizados dirigidos a inversores financieros. Hasta la fecha todos los FAB constituidos han sido de naturaleza privada para albergar los activos comprados por un inversor y articular la relación entre éste y la propia SAREB que se mantiene en posición financiadora y/o patrimonial subordinada (*equity*).

Pero adicionalmente a esta utilización promovida por los inversores (y la SAREB en el caso de los FAB), los FTA privados también pueden ser promovidos por empresas como instrumento de financiación, incluso para importes relativamente pequeños. En efecto, cabe la posibilidad de estructurar operaciones de titulización de importe reducido a coste competitivo que pueden cubrir las necesidades de empresas de tamaño medio;²⁰ ahora bien, como hemos mencionado, estarán limitadas a emitir bonos sin posibilidad de cotizar en un mercado organizado y dirigidos exclusivamente a inversores cualificados, aunque sí lo podrán hacer en plataformas alternativas tipo MARE.²¹ Estas emisiones, de reducido volumen, ilíquidas y generalmente sin rating, quedan al margen del interés o no son alternativa legal para la mayoría de los inversores institucionales, pero existe un nicho de inversores no regulados o sujetos a regulación menos exigente, como son los fondos y sociedades de inversión libre, dispuestos a aceptar menores «garantías» regulatorias y cualidades de mercado a cambio de una mayor rentabilidad. Bajo este esquema, utilizando vehículos

¹⁸ Regulados por la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

¹⁹ La adquisición de inmuebles o acciones no puede formar parte de la decisión de constitución de un FTA, sin embargo estos pueden ser propietarios de dicho tipo de activos como consecuencia sobrevenida de la evolución de sus activos, en la medida de que siendo garantía de los mismos se lleve a cabo su ejecución y apropiación.

²⁰ Para determinados activos se pueden llegar a constituir FTA de importe inferior a 20 millones de euros que compiten en coste con la financiación bancaria.

²¹ La disposición adicional cuarta del Real Decreto Ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal, de manera indirecta habilita a los coloquialmente denominados «fondos privados» a que puedan utilizar los sistemas multilaterales de negociación en los que la suscripción y negociación de valores esté restringida a inversores cualificados, entre los que se encuentra MARE. La posibilidad de cotizar en una plataforma como MARE, aunque ello suponga que la colocación quede restringida a emisores cualificados, es un elemento positivo para la utilización de fondos privados y abre la puerta de la titulización a operaciones de tamaño relativamente reducido y a emisores que por su dimensión no tenían acceso a este instrumento de financiación.



de naturaleza privada, sea bajo legislación española o de otros países de la UE que faciliten su constitución, se pueden articular operaciones para financiar a empresas de tamaño medio con derechos cedibles derivados, por ejemplo, de concesiones de servicios públicos, inversiones en energías renovables, inmuebles en alquiler, centros comerciales, etc. Entiéndase que este tipo de operaciones son ya habituales en el mercado internacional, siendo sus bonos en muchos casos materia prima de otros escalones de financiación que agrupando activos similares diversifican riesgo, al tiempo que permiten diluir costes fijos. A veces, es en ese escalón superior donde será eficiente cumplir con los requisitos de la cotización en mercado organizado.

4. PYMES Y COVERED BONDS

La utilización de préstamos a pymes como respaldo de *covered bonds* (CB) lleva meses causando cierto revuelo en los mercados financieros. Unos dan la bienvenida a esta alternativa de inversión, en principio de alta calidad crediticia y que podría formar parte del mercado de CB por mérito propio, mientras otros consideran que dicho mercado sólo debería dar cabida a bonos con colateral de préstamos hipotecarios o préstamos al sector público. La base del revuelo es la consideración de que otro tipo de activo distinto de los hipotecarios y del riesgo público, podría contaminar el actual mercado de *covered bonds*, considerado por su seguridad inmediatamente detrás de la deuda pública y en algunos casos incluso por delante.²² Al tiempo que el *European Covered Bond Council (ECBC)* avanza en la estandarización y mejora de calidad de información para los CB que fortalezca su mercado, la aparición de estructuras que replican la figura del CB utilizando préstamos a pymes y que se autodenominan *covered bonds* ha causado rechazo en determinados círculos. El interés de los emisores potenciales en que los bonos sean considerados «oficialmente» *covered bond* y no caer en el saco de los instrumentos estructurados o de titulización no es precisamente pequeño, pues supone un tratamiento regulatorio privilegiado.

La primera emisión de un autodenominado CB de pymes la realizó en julio de 2012 el banco SEKERBANK de Turquía. Se trató de una emisión del equivalente a unos 300 millones de euros, que pasó un tanto desapercibida por tratarse de una colocación privada. Posteriormente, en febrero de 2013 COMMERZBANK realizó la primera emisión de 500 millones de euros dentro de un programa de hasta 5.000 que, de alguna manera, desencadenó la polémica, a pesar de que tomó el nombre de *covered bond* pero de manera matizada, al incluir el término estructurado (*Structured SME Covered Bond*). La existencia de CB estructurados no es algo nuevo en el mercado, pues operaciones similares aunque con préstamos hipotecarios ya existían al menos en UK y Francia. Quizás el revuelo fuera causado no tanto por el nombre sino por la sorpresiva y rápida aceptación del BCE de los bonos emitidos por COMMERZBANK dentro de la categoría de descuento de los CB, lo cual podría ser interpretado como un paso firme para su posterior inclusión en otras categorías de la regulación.

²² En algunos países hay emisores cuyos *covered bonds* tienen rating superior al riesgo soberano. A pesar de ello la regulación los penaliza relativamente frente a la correspondiente deuda pública.



En realidad este tipo de bono es un híbrido de *covered bond* y titulización, y su existencia es la respuesta lógica por un lado, a la escasez de colateral hipotecario para emitir los CB habituales y, por otro, a las ventajas regulatorias de estos frente a la titulización. Además, dadas las limitaciones a la posibilidad de ceder riesgo mediante la titulización, una vez más por causa de la regulación, por qué no utilizar mecanismos de emisión que al obviar la cesión de riesgo pueden ser financieramente mucho más sencillos (al no depender de las características de las carteras de activos de respaldo). Describimos a continuación como podría ser un bono de esta naturaleza utilizando la legislación española.

PROGRAMA DE COVERED BOND DE PYMES BAJO LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

Como hemos mencionado, el concepto de CB supone la existencia de doble recurso por parte de los bonistas; en primer lugar a la entidad emisora y, en caso de fallido de ésta, a la cartera que actúa como colateral o garantía de la emisión. En el caso de préstamos hipotecarios, riesgo con el sector público o préstamos a la exportación, la legislación española define respectivamente los instrumentos, Cédula Hipotecaria, Cédula Territorial y Cédula de Internacionalización. La ley otorga a los bonistas de cada uno de estos instrumentos el privilegio de la separación de los flujos procedentes de la correspondiente cartera de respaldo para, en caso de fallido de la entidad emisora, atender exclusivamente al pago de las obligaciones derivadas de los bonos hasta su total cumplimiento. Sólo tras ser atendidas dichas obligaciones quedaría liberada la cartera y volvería a integrarse en la masa patrimonial a disposición del resto de acreedores no privilegiados de la entidad.

En el caso de préstamos a pymes (sin garantía hipotecaria pues en caso contrario según la legislación española estarían integrados en el colateral de respaldo de las cédulas hipotecarias emitidas por la entidad), no existe legislación especial que permita «privilegiar» a unos bonistas afectando una cartera de préstamos a pymes. De hecho podría hacerse una pignoración directa, pero esta alternativa no se ajustaría a lo que el mercado entiende como *covered bond*. Por tanto, se requiere un mecanismo de afectación de la cartera a los bonos algo más elaborado. En adelante nos referiremos al emisor como el Banco Emisor y a los bonos de esta naturaleza emitidos por el Banco y garantizados por una cartera de pymes como Bonos Garantizados (BG).

En primer lugar, y en ausencia de un criterio legal o estándar de mercado para definir el tipo de préstamos a pymes utilizables como colateral, el Banco debe definir su propio criterio de elegibilidad. La entidad seleccionaría una subcartera de préstamos al corriente de pago, extraída del total de cartera elegible mediante un procedimiento aleatorio (*no cherry picking*). El tamaño de la cartera seleccionada dependerá del objetivo de emisión de BG, teniendo en cuenta que el colateral deberá incrementarse a medida que aumenta el volumen emitido.²³

²³ La razón de no seleccionar discrecionalmente los préstamos de la cartera de respaldo es garantizar que esta cartera, que irá cambiando a medida que amortiza y creciendo a medida que se emiten más BG, siempre es representativa de la cartera de pymes de la entidad.



Para la estructuración de la garantía, el Banco cede la cartera seleccionada a un FTA privado que el propio Banco financia. Esta financiación, independientemente de su forma jurídica como bono o préstamo, será un estricto *pass-through*²⁴ de la cartera de préstamos, menos los gastos del FTA. Éste deberá tener naturaleza «abierta» por el activo y por el pasivo, pues deberá ser alimentado con nuevos préstamos para mantener el nivel de sobrecolateralización (respecto del total de BG emitidos el Banco) y características de la cartera (por ejemplo, grado de concentración, duración y vida media relativa a la de los BG) contractualmente establecidas en el programa. La sobrecolateralización y las otras medidas se pueden ir deteriorando a medida que los préstamos se amortizan o entran en morosidad.²⁵ Por su parte, la financiación deberá ir aumentando a medida en que lo haga la cartera.

Una vez constituido el FTA privado con la cartera elegida de préstamos a pymes, el Banco establece un programa de emisiones garantizado por el propio FTA. De acuerdo con las condiciones establecidas para el FTA y en el programa de BG, si el Banco no hace frente a sus obligaciones con los BG, se interrumpirán los pagos del FTA al Banco financiador y todos los recursos procedentes de la cartera se asignarán al pago de los BG.²⁶

En resumen, el Banco separa en un ente sin personalidad jurídica, representado por un tercero (la sociedad gestora), una cartera (dinámica) de préstamos que actúa como garante de un programa de emisiones del propio Banco. Por tanto, tenemos el elemento fundamental de un *covered bond*: el doble recurso, al emisor y a una cartera jurídicamente separada, pues téngase en cuenta, como hemos mencionado anteriormente, que la legislación española de titulización otorga a los FTA separación en caso de quiebra del cedente. La ubicación de la garantía (la cartera) en un vehículo jurídicamente separado en caso de quiebra, es un elemento que otorga un nivel de seguridad jurídica a estos BG incluso superior al de las cédulas, pues éstas, aunque la legislación otorga la separación de los flujos de la cartera en beneficio exclusivo de los cedulistas, no dejan de estar sujetas a la actuación del administrador del concurso en el marco de una regulación poco precisa respecto a sus potestades y obligaciones.

Como hemos mencionado, mientras el Banco cumple con sus obligaciones respecto de las emisiones de los BG, el FTA retorna los flujos de la cartera al propio Banco. Ahora bien, cuando el Banco incumple, la cartera ya no podrá ser incrementada y sus flujos se destinarán íntegramente a los BG que de esta forma se transforman de facto en una titulización. Cuestión aparte es cómo se aplicarán los flujos si existen varias series de BG, pues aunque todas han de tener el mismo nivel de «preferencia» teóricamente cabe la

²⁴ El término *pass-through* se utiliza para indicar que el FT es un mero trasmisor de los flujos que proceden de los préstamos. Nunca se produce una transmisión estricta, pues se pueden producir desfases entre fechas de cobro y pago y, además, el FT debe hacer frente a gastos.

²⁵ Con la actual legislación española de titulización, se puede poner en cuestión la legalidad de las nuevas aportaciones de préstamos si su motivación es la existencia de fallidos, pues el banco cedente de los activos no está autorizado a «garantizar el buen fin de la operación». Cabe sortear esta cuestión pero, en cualquier caso, dicha limitación está previsto que quede excluida en la nueva ley de titulización actualmente en fase de preparación.

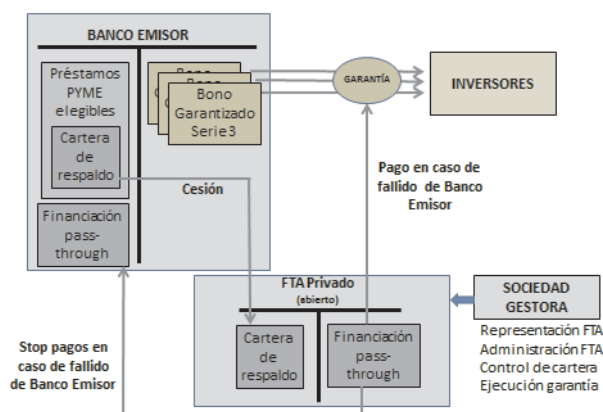
²⁶ También podría ponerse en duda el encaje legal de esta vinculación entre el FTA y la emisión de un tercero, sin embargo el citado Proyecto de Ley de titulización en curso, explícitamente hace referencia a la autorización a los FTA para que puedan ser garantes de obligaciones de terceros.



opción de respetar el calendario de amortización que tuvieran establecido las distintas series (criterio de no aceleración). Pero también cabe la posibilidad alternativa de acelerar el pago de los BG utilizando la totalidad del flujo de recursos procedentes de la cartera. Y ésta con dos opciones: simple *pass-through* de la cartera de préstamos, repartiéndolo los flujos pari-passu entre todas las series de BG o, la más radical, liquidación de la cartera y pago a los BG. En cualquier caso, una vez completamente amortizados los BG, el FTA se liquidaría integrándose sus activos en la masa a disposición de los acreedores del Banco.

En el gráfico se muestra el esquema de funcionamiento y sus participantes. Esta fórmula de emisión, que utiliza un instrumento de titulización para construir un *covered bond* que denominamos estructurado, tiene ventajas e inconvenientes para el Banco emisor frente a la titulización. Como ventajas, en primer lugar, que el bono no es tratado por la regulación como titulización, por tanto no está penalizado. Además, al no recibir los flujos de la cartera sino en caso de fallido del emisor, puede tener características financieras más sencillas (*bullet*, plazo más corto). Por último, puede tener una mejor consideración desde el punto de vista del rating. Por todo ello, en principio debería cotizar mejor que un ABS de préstamos a pymes. Como inconveniente, la imposibilidad de ceder riesgo y por tanto de reducir capital regulatorio por esta vía, lo cual aunque difícil es teóricamente posible mediante la titulización de la cartera. Respecto a qué instrumento utiliza más eficientemente el colateral, la respuesta no es obvia, pero si ésta se mide exclusivamente como la relación entre el volumen de colateral utilizado y el importe del tramo senior de la titulización en un caso y del bono garantizado en el otro, también ganaría esta última opción.

ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO DE UN PROGRAMA DE COVERED BOND ESTRUCTURADO





BONOS GARANTIZADOS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS

El esquema descrito en el apartado anterior también puede ser utilizado por una empresa que, carente de suficiente solvencia para emitir deuda *unsecured* a precios competitivos, podría afectar a la misma una cartera de activos. De esta manera, si la empresa tiene algún tipo de activos titulizables, puede constituir estos en garantía a través de un FT privado. Esta opción puede ser especialmente atractiva para empresas de tamaño medio, pues se trata de una fórmula para emitir en formato *secured* jurídicamente muy sólida y eficiente en términos de coste. El inversor por su parte se beneficia de una garantía, separada de la quiebra del emisor, «vigilada» y administrada por un tercero independiente (la sociedad gestora del FT) cuya única función en caso de fallido del emisor es ejecutarla en favor del bonista.

5. CONCLUSIONES

La titulización de préstamos a pymes ha sido una alternativa recurrentemente utilizada por las entidades bancarias españolas para obtener liquidez. En el futuro inmediato esta vía quizás no sea muy utilizada en la medida en que presumiblemente el programa TLTRO del BCE, de gran volumen y a tipo muy competitivo, satisfará las necesidades de liquidez de las entidades. Por la misma razón, la emisión de bonos garantizados mediante carteras de préstamos a pymes, aunque factible con nuestra legislación y eficiente en términos de uso del colateral, tampoco será utilizada a corto plazo por las entidades.

No obstante, es posible que alguna entidad bancaria utilice la titulización, quizás en formato privado, para ceder riesgo de cartera de pymes, en particular, operaciones en mora (*Non Performing Loans*). Asimismo, sólo si finalmente el BCE estableciera un programa de compra de ABS respaldados por préstamos a pymes, lo cual consideramos improbable, algunas entidades podrían decidir titular dicho tipo de préstamos.

Por el contrario, consideramos que la titulización en formato privado puede ser un instrumento útil para empresas de tamaño medio. Si disponen de derechos de cobro titulizables podrán constituir FT privados para colocar sus bonos a emisores cualificados que no exijan cotización en mercado organizado. También podrán utilizar técnicas de titulización para emitir bonos garantizados por carteras de derechos de cobro. La posibilidad de que este tipo de bonos cotice en la plataforma de negociación MARF abre una vía importante para un gran número de empresas de tamaño medio.

REFERENCIAS

Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra (2014): *The case for a better functioning securitisation market in the European Union: A Discussion Paper*. Mayo de 2014. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.pdf



Darvas, Zsolt (2013): *Banking System Soundness is the Key to More SME Financing. Briefing paper prepared for the European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs ahead of the European Parliament's Monetary Dialogue with ECB President Mario Draghi on 8 July 2013*. Bruegel, Bruselas, julio 2013. www.bruegel.org.

Martínez Carrascal, C. y Mulino Ríosen, M. (2014): *La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño*. Banco de España, Boletín Económica nº 118, enero 2014.

Varios autores (2013): *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación nº 45.