



# Una alternativa de financiación para el cine español

AUTOR: Patricia Gabeiras Vázquez

Artículo resumen de la tesis doctoral titulada *"La constitución de un Fondo de Titulización de Activos audiovisuales como alternativa en colaboración público-privada a la política de subvenciones al sector cinematográfico"* de la Dra. D<sup>a</sup>. Patricia Gabeiras Vázquez.

## ÍNDICE:

1. Introducción .....	2
2. La propuesta desarrollada en la tesis: la creación de un fondo de titulización de derechos de crédito futuros derivados de los derechos de explotación de una cesta de películas .....	3
3. Características básicas del fondo de titulización de activos cinematográficos .....	11
4. Hipótesis de partida para la construcción del FTA .....	32
5. Aspectos financieros del FTA estructurado para la tesis .....	32
6. Conclusiones .....	32



1.

## INTRODUCCIÓN

Que el sistema actual de apoyo al cine a través de subvenciones es una cuestión social y políticamente controvertida no se le escapa a nadie.

Lo que quizá no sea tan evidente es que este sistema ya no es válido, ni tan siquiera, para los productores, en tanto que los fondos destinados al estímulo de la cinematografía van menguando año a año y en la última legislatura se ha puesto de manifiesto que al Ministerio le resulta imposible cumplir con el pago de las subvenciones correspondientes a años anteriores en las cuantías esperadas por los productores.

El cine español está necesitado, pues, de una reforma profunda que, tal y como demandan la opinión pública y los agentes del mercado, ofrezca una alternativa real y eficaz al actual esquema de subvenciones.

Esta situación de descontento generalizado y de evidente necesidad de cambio que arrastramos desde hace casi una década y que ha provocado, además, una situación de enfrentamiento recurrente entre los departamentos ministeriales que apoyan la política de subvenciones y los que no, fue lo que me llevó a investigar la posibilidad de crear un sistema alternativo al régimen actual de subvenciones, que aún cuando siguiese considerando el apoyo público al cine, pudiese resultar más eficaz, en la aplicación de los recursos públicos, en la captación de recursos financieros provenientes de la ini-

ciativa privada y, en última instancia, en la estimulación efectiva de una verdadera industria audiovisual española, competitiva, con posibilidades de acceso a los mercados internacionales.

El camino lo encontré en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda EHA/3536/2005<sup>1</sup>, de 10 de noviembre, que vino a incluir entre los activos susceptibles de ser titulizados los derechos de propiedad intelectual.

Mi condición de Abogada especializada, por entonces de manera casi exclusiva, en propiedad intelectual y en derecho audiovisual me permitió valorar sin temores esta opción de financiación desintermediada y considerar que la cesión de los derechos de explotación de las películas podría ser una vía idónea para syndicar y aislar el riesgo inherente a las producciones cinematográficas.

Mi investigación, que incluyó, además de la obtención del Diploma en estudios avanzados, común a todos los estudios de doctorado, la realización de un Master en finanzas corporativas, de casi dos años y un curso avanzado de especialización en financiaciones estructuradas, concluyó el año pasado con la lectura de mi tesis doctoral titulada ***“La creación de un fondo de inversión respaldado por derechos derivados de la propiedad intelectual: Una nueva vía de apoyo público-privado al sector cinematográfico”*** por la que recibí la calificación de sobresaliente cum laude por unanimidad<sup>2</sup>.

1) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, que ha tenido como finalidad determinar de manera específica ciertos derechos de crédito futuros que podrán incorporarse a un fondo de titulización de activos, precisar las condiciones de la cesión de éstos, y habilitar de forma expresa a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y de obligaciones de información de los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras BOE Núm. 274, de 16 de noviembre de 2005.

2) Mi director de tesis fue el Dr. Don Tomás de la Quadra-Salcedo y Fernández del Castillo, Catedrático de Derecho Público del Estado en la Universidad Carlos III de Madrid y el Tribunal que la evaluó lo constituyó: el Dr. Don Luciano Parejo, Catedrático de Derecho Administrativo, el Dr. Don Francisco Javier Martín Pliego, Catedrático de Economía Aplicada, la Dra. Doña Susana de la Sierra, Profesora Titular de Derecho Administrativo de la Universidad de Castilla-La Mancha y Directora General del Cine y el Dr. Don Lluís Bonet, Profesor Titular de Economía Aplicada de la Universidad de Barcelona y el Dr. Don Rafael Gómez-Ferrer, Profesor Titular de Derecho Administrativo de la UNED.

## 2.

## LA PROPUESTA DESARROLLADA EN LA TESIS: LA CREACIÓN DE UN FONDO DE TITULIZACIÓN DE DERECHOS DE CRÉDITO FUTUROS DERIVADOS DE LOS DERECHOS DE EXPLOTACIÓN DE UNA CESTA DE PELÍCULAS

La propuesta que finalmente desarrolle en la tesis consistió en la creación de un Fondo de Titulización de Activos (FTA), como vía alternativa de financiación del cine a través de la emisión de bonos que atraiga más inversión privada, en tanto que su retorno esté garantizado con las ayudas estatales, con los fondos europeos y, por qué no, con compromisos privados de garantía bajo el paraguas del mecenazgo.

En concreto las ayudas estatales, dejarían de ser subvenciones directas al productor y pasarían a actuar de garantía en beneficio del inversor y en definitiva de la solvencia del fondo.

Este esquema de garantías; aval del Estado, garantía de la Unión Europea y asunción de las últimas pérdidas que puedan producirse vía mecenazgo, a las que haremos referencia más adelante serviría para asegurar el reembolso de la totalidad del capital invertido por los bonistas con sus correspondientes intereses.

THORSBY<sup>3</sup> nos recuerda que todos los escritores que han lidiado, desde el ya lejano s. XIX, con los problemas de la economía y la cultura han estado condicionados, inevitablemente, por las circunstancias y naturaleza de la sociedad de su momento; tanto por los valores e intereses sociales por entonces imperantes, como por el estado de evolución del mundo en el que cada uno de ellos realizó sus estudios.

Es por ello que, cualquier estudio enderezado a analizar los problemas y proponer soluciones económicas y financieras en relación con la industria cinematográfica española debe tener en cuenta y estar inserto en el contexto del mundo actual, teniendo en cuenta todas aquellas herramientas financieras que el entorno económico ponga a su disposición.

En este sentido, los fondos de titulización de activos no hipotecarios, si bien son una herramienta moder-

na de financiación que hasta hace relativamente pocos años no pertenecían a la tradición económica española<sup>4</sup> presentan, a pesar de sus luces y sus sombras, indudables ventajas y, gestionados con corrección<sup>5</sup>, pueden servir, como es el caso, para solucionar algunos de los problemas más acuciantes del mercado cinematográfico.

En nuestra sociedad actual, el cine es arte y es industria y estos dos aspectos condicionan la estructura financiera de las producciones cinematográficas. Como industria, el cine se tiene y se debe enfrentar al rigor del mercado. Como producto cultural, el sector del cine es uno de los grandes beneficiarios del apoyo económico de los Estados.

El apoyo público al sector se justifica en la consideración del sector audiovisual como un vector esencial para la transmisión y el florecimiento de los valores culturales propios de cada Estado y en la creencia de que el cine desempeña un papel fundamental en la construcción de una identidad cultural común y en la expresión de la ciudadanía.

Sin embargo, es evidente que, al menos en España, a pesar del fuerte empuje estatal, no se termina de cumplir el deseo de crear una verdadera industria cinematográfica y es un sentimiento común que las medidas de sostén tradicionales, no sólo no están consiguiendo sus objetivos, sino que son de forma constante puestas en entredicho, tanto por gran parte de los agentes de la industria, como por las autoridades comunitarias.

En particular el régimen actual de subvenciones directas otorgadas por el Gobierno –cada vez más exiguas– es para algunos una simple forma de “repartir miseria” y para otros una vía de mantener a un sector “paniaguado”.

No es nuestra intención entrar en posiciones ideológicas sobre las bondades o perversiones del sistema, pero lo que sí que parece una evidencia incontestable es que el sistema de ayudas, según está diseñado, no ha

3) THORSBY, David, “Economía y ...”, *Op. Cit.*, pág. 169.

4) *En el ámbito doméstico, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, cuyo objeto es determinar de manera específica ciertos derechos de crédito futuros que podrán incorporarse a un fondo de titulización de activos, vino a incluir entre los activos susceptibles de ser titulizados los derechos de propiedad intelectual.*

5) KREBSZ, Marcus, “Securitization ...”, *Op. Cit.*



sido eficaz para abordar producciones medianas y grandes, que cuenten, además, con un apoyo especial en materia de promoción y distribución; apoyo sumamente necesario de cara a afrontar

Por tanto, si el sector cinematográfico español quiere abordar con éxito el futuro necesita encontrar nuevas fórmulas de apoyo y financiación que, de manera eficaz, le permitan entrar en un mercado audiovisual mundializado y competir, principalmente, con la potente industria norteamericana.

Sin embargo, el análisis y la elaboración de propuestas que pretendan enervar los problemas que acucian al sector cinematográfico español debe pasar de manera imperativa por el manejo y conocimiento de las herramientas económico financieras que actualmente tenemos a nuestra disposición, las cuales, por otra parte, pueden resultar eficaces, no sólo para solucionar los problemas del pasado, sino para abordar los retos de futuro y permitir el crecimiento en los mercados internacionales.

No tiene ningún sentido seguir cautivos de propuestas -como la política de subvenciones según se ha venido ejecutando en España- que al menos en los últimos años no han respondido a las expectativas y tampoco parece que, de cara al futuro, vayan a ser eficaces para solventar los retos que ha de encarar el cine español.

La ineficiencia e ineficacia del sistema de subvenciones se ve reflejada en el siguiente **gráfico 1**, en el que se observa que a pesar de que el número de producciones y el importe de las ayudas suba los resultados económicos del cine español por recaudación se mantiene en una franja de los 80-100 millones.

En el **gráfico 2** se observa, además, que mientras el número global de productoras y, dentro de éstas, el de aquellas que sólo participan en una sola película, aumenta año a año, ello no contribuye a que se incremente el número de las que tienen una mayor estructura y capacidad productiva.

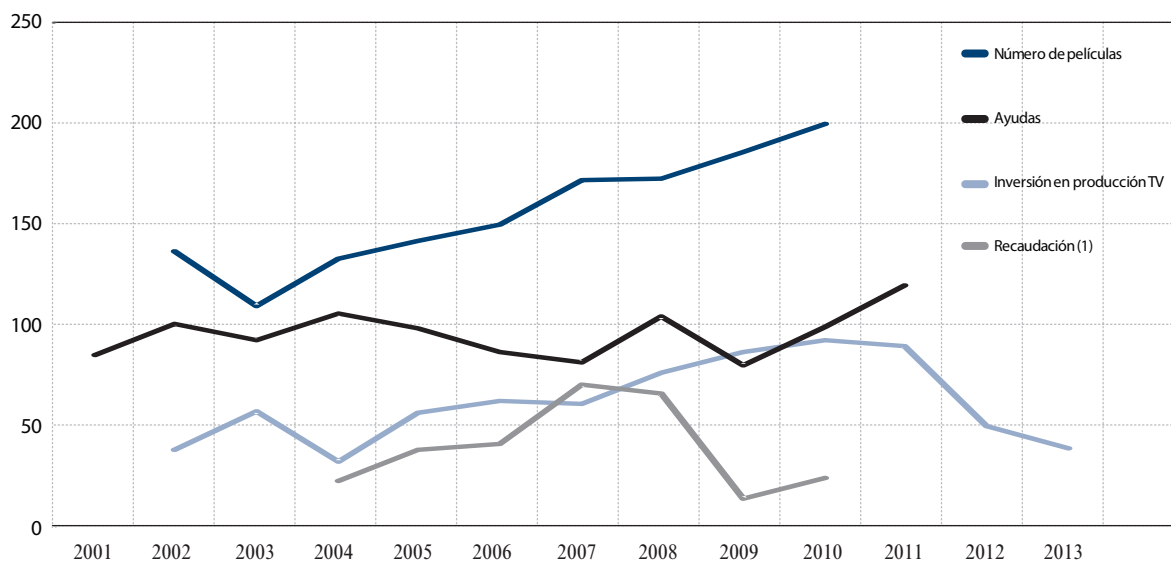
No parece, pues, que el sistema actual de apoyos esté contribuyendo a incrementar la fortaleza de la estructura empresarial del sector.

En este sentido hemos de recordar, además, que es un mandato constitucional que la actuación de las Administraciones públicas responda a los principios embebidos en los Arts. 31.2 y 103.1 CE de eficiencia, economía y eficacia, que exigen que los recursos públicos se dispongan de la forma más productiva al menor coste, actuando en todo caso con los criterios que la ciencia y la técnica ponen a nuestra disposición para la generación de riqueza.

La Unión Europea también está siendo sensible a esta necesidad de cambio y en sus últimos programas de ayuda al sector cinematográfico está animando a los Estados a encontrar mecanismos financieros novedosos que mediante la vía de diversificar riesgos hagan asumible los riesgos financieros connaturales a la cultura.

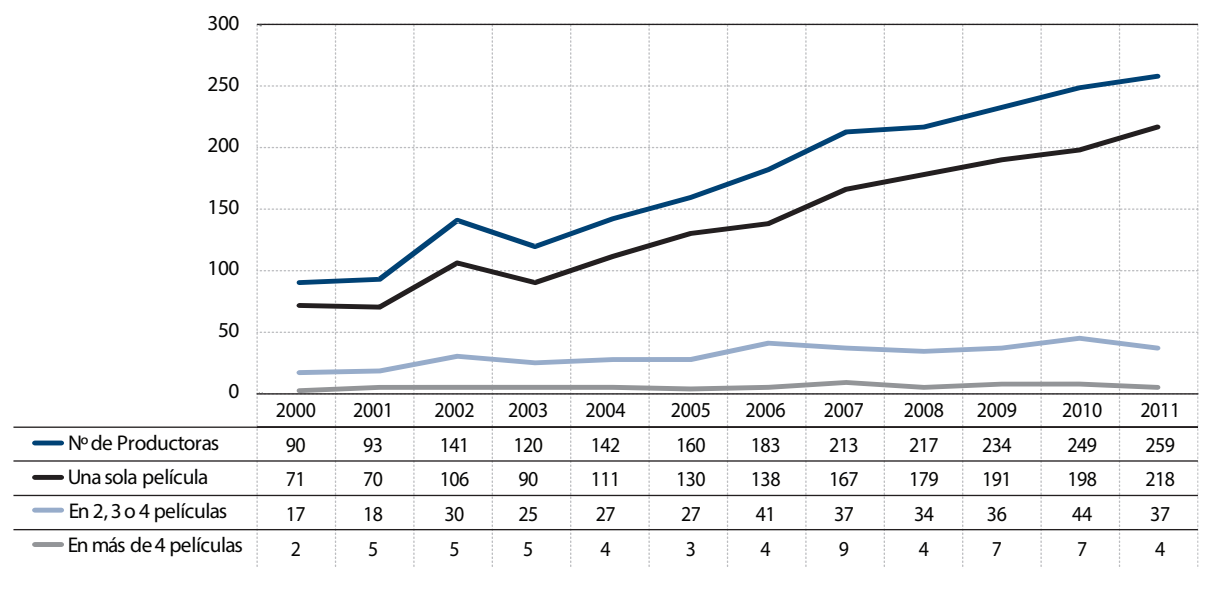
Es necesario advertir, que es altamente improbable que el fondo de películas españolas genere suficientes ingresos para la devolución del importe principal de los bonos, junto con sus intereses y que, por tanto, un fondo de este tipo, en un país con una industria cinematográfica similar a la nuestra pero en el que no hubiese ayudas

**GRAFICO 1.**



Fuente: elaboración propia a partir de datos del ICAA

GRAFICO 2.



públicas al cine, nunca podría existir porque estaría abocado a la bancarrota.

Es precisamente la existencia de recursos públicos de apoyo al sector audiovisual lo que puede hacer viable un fondo de titulación de derechos audiovisuales, tal y como se propone, en tanto que se da la circunstancia, y esta es la piedra angular de la tesis, que la probabilidad de que una cesta de películas gestionadas a través de un fondo pierdan en su conjunto una cantidad igual al importe que anualmente un Estado reparte en subvenciones es remota, resultando por el contrario que mediante la intermediación del fondo la pérdida media no llega al importe comprometido por el Estado.

La intención es que esta estructura de colaboración público-privada se convierta en un nuevo producto financiero del sector audiovisual al que –por presentar garantías de solvencia suficientes- pueda concurrir la temerosa inversión privada y en el que el papel del Estado se limite, no ya a entregar subvenciones de manera individualizada a los productores, sino a colocarse en posición de avalista para acudir en rescate del fondo si las películas no generan suficientes fondos para devolver el principal del bono junto con sus intereses.

Es, asimismo, de interés adelantar que mediante una estructura de titulación y mediante la colocación de los bonos en el mercado se podría captar más dinero del que ha venido inyectando el Estado en el sector a través de las subvenciones en los últimos años.

Estas cifras demuestran, además, que mediante un

modelo de distribución del riesgo vinculado a las creaciones audiovisuales se cumple en mayor medida con los principios de eficiencia, economía y eficacia en la actuación de las Administraciones Públicas y en la programación y ejecución del gasto público, a los que hemos hecho mención anteriormente.

El hecho de que los fondos de titulación se constituyan por ley como patrimonios *separados* y *cerrados*, de tal modo que todos los activos cedidos al fondo quedarán a salvo de una hipotética insolvencia de su generador y que los ingresos que se cedieron al activo del fondo seguirán siendo percibidos por los bonistas a pesar de la insolvencia de la empresa que en su día los cedió, es una característica esencial de las operaciones de titulación que las hace idóneas para ser utilizadas en un sector como el cine, cuyos costes de agencia son para la mayor parte de inversores inasumibles.

El modelo financiero que se incorpora a la tesis acreditada, pues, que la creación de un fondo de titulación de activos audiovisuales, en su modalidad de titulación de derechos de crédito futuros, podría ser, en determinadas condiciones, financieramente viable y permitiría al sector del cine, y en concreto a las productoras, obtener mayor financiación para sus proyectos en un momento en el que además sus fuentes habituales de apoyo están siendo cuestionadas, presentándose además como un instrumento de colaboración público-privada realmente dinamizador de la industria cinematográfica y eficaz, eficiente y económico desde el punto de vista de los fondos públicos.



Así mismo, es importante destacar que la propuesta podría funcionar en cualquier entorno en el que existan recursos públicos de apoyo a la industria del cine, de tal modo que podría ser exportado al entorno europeo para la gestión de los fondos comunita-

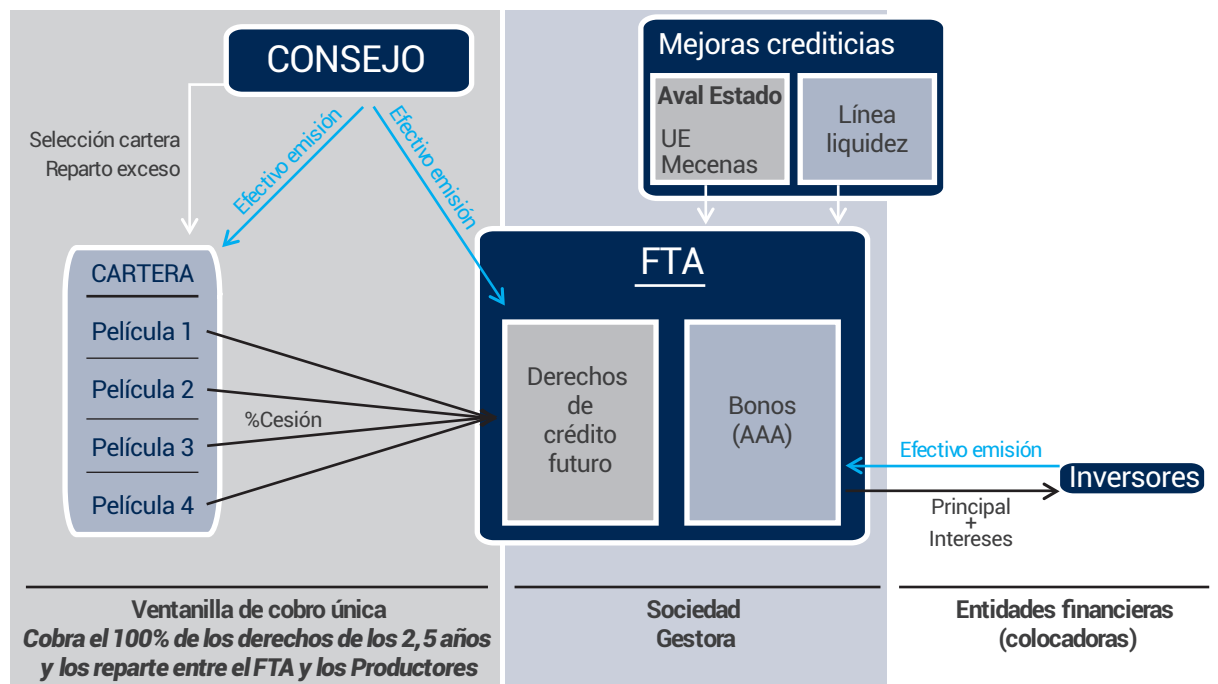
rios que en la actualidad se canalizan a través de los programas MEDIA o concebido como mecanismo de cooperación internacional, ya sea entre Estados miembros del Espacio Económico Europeo o de la comunidad latinoamericana.



## 3.

## CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DEL FONDO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS CINEMATOGRÁFICOS.

LA ESTRUCTURA FINANCIERA QUE FUE PROPUESTA EN LA TESIS ES LA CREACIÓN DE UN FTA BAJO EL SIGUIENTE ESQUEMA:



Según esta propuesta, el Fondo, en la fecha de constitución, emitirá los Bonos con cuyos importes nominales adquirirá el derecho a percibir de manera irrevocable un determinado porcentaje de los ingresos de las películas elegidas para integrar la cesta. A través del FTA se anticipará a los productores el cobro de los derechos de crédito futuros, es decir, se adelantan y hacen líquidos para los productores activos que de otro modo no contarían con liquidez en el momento de cesión al Fondo.

La estructura del FTA objeto de la tesis responde también a las siguientes características e hipótesis:

(i) El activo estaría constituido por los ingresos generados por la explotación de las películas que hayan sido financiadas con recursos provenientes del fondo y cuyo pasivo serán las obligaciones de pago por los bonos emitidos en el mercado.

(ii) Los fondos públicos asignados por los Presupuestos Generales del Estado para ayudas directas al sector del cine pasarían a garantizar la emisión de la deuda del fondo, asumiendo las pérdidas de la estructura si las hubiera.

Se podrían colocar, como garantes de segundo y tercer nivel, tanto los fondos europeos, como otros recursos privados a través de la figura del mecenazgo. También se podrían establecer tramos de bonos *senior* o subordinados.

(iii) Este FTA sin perjuicio de ser gestionado por una entidad financiera experta en la gestión y colocación de renta fija, debería contar con la ayuda de un organismo técnico (Consejo) integrado por expertos del sector para la selección de películas que integrarán el activo.

(iv) La contraprestación por la financiación recibida desde el FTA será la cesión de un porcentaje de los derechos de crédito derivados de la explotación de la película elegida para formar parte del nuevo sistema de financiación. El porcentaje de derechos de explotación que finalmente se ceda dependerá del porcentaje que suponga la cantidad financiada por el fondo respecto de los costes de producción. De este modo el FTA pasará a ser un coproductor financiero temporal, con las ventajas que esta temporalidad le puede reportar al productor principal.

(v) Por tanto, el activo del fondo estará formado por



los derechos de explotación de la cesta de películas que hayan pasado el proceso de selección, diversificándose los riesgos inherentes al sector (falta de éxito, no finalización, falta de transparencia, etc.) entre la totalidad de la cesta y minorándose de esta forma el riesgo de producción individual.

(vi) Por su parte, el FTA captará sus recursos financieros de la inversión privada, mediante la emisión de bonos que serán colocados entre los inversores que estén interesados en comprar cine español, a través de estos títulos de renta fija garantizados.

(vii) En el momento de la liquidación del fondo, la caja excedente generada –si finalmente existiese– debería revertir, bien a los productores, bien al equity del fondo. En cualquier caso y más allá de la vida del fondo los derechos de explotación de las películas revertirán a los productores, de tal modo que a partir de la cancelación del FTA el 100% de los ingresos que obtenga una película serán propiedad del productor. El productor recuperará pues “su negativo<sup>6</sup>” y todos los ingresos que éste genere. Esta medida facilitará la aceptación de un fondo de titulización de estas características por parte de los productores.

(viii) Así mismo, con el fin de incrementar la responsabilidad financiera en el sector de la cultura, se propondrá el establecimiento de un sistema de calificación crediticia y auditoria para las productoras; para poder optar a las fuentes de financiación del fondo las productoras deberán además de presentar un proyecto económica y comercialmente viable, haber obtenido una calificación o “rating” de una entidad independiente. Dicha entidad independiente deberá estar especializada en este tipo de evaluaciones (de forma similar a la Fundación Lealtad<sup>7</sup> para las ONG).

(ix) Como mejoras crediticias del FTA se podrán establecer seguros que cubran los riesgos de finalización de las películas (mediante la contratación conjunta a nivel del fondo de los denominados “completion bonds<sup>8</sup>”); coberturas de sociedades de garantías recíproca; o líneas de liquidez que garanticen los pagos periódicos a los bonistas, etc.

(x) Así mismo, se podrán establecer beneficios fiscales al inversor; siguiendo la corriente europea se desplaza la bonificación de la actividad hacia el inversor independiente; ya sea el adquirente del bono, ya sean aquellas empresas que actúen de garantes de la emisión tras el Es-

tado y la Unión Europea. Incluso recomendaremos que esta actividad o posición de garante privado sea considerada dentro del concepto de mecenazgo.

Por último, en cuanto a las garantías crediticias que se sumarían al aval del Estado, recordar que la estrategia Europa 2020, y dentro de ella el Programa Europa Creativa 2014-2020, van a potenciar, como ya se propone en la tesis, el papel de los modelos de colaboración público-privada y la utilización de instrumentos financieros innovadores, en tanto que a través de ellos se puede compartir y diversificar el riesgo, incrementando con ello el volumen de financiación y en consecuencia el impacto de los recursos públicos.

Entre los instrumentos financieros impulsados por la Comisión europea es de especial relevancia, a los efectos que nos ocupan, el Fondo de Garantía de Préstamos para el Sector Creativo y Cultural, que está previsto instituir una vez se apruebe el Programa Europa Creativa y que tiene como finalidad constituirse como garantía frente a los intermediarios financieros en relación con las carteras de préstamos que otorguen al sector creativo y cultural.

Sin duda esta garantía europea, sumada a la garantía facilitada por los fondos españoles y a la posible garantía de los mecenas, permitiría al FTA alcanzar las máximas calificaciones crediticias, lo que facilitará que los bonos que emita el FTA sean puestos en el mercado como libres de riesgos. Los bonos podrían alcanzar incluso una calificación crediticia superior a la del propio Estado español, ya que contaría con garantías mejoradas (las de Europa y las de los mecenas) de las que no disponen las letras del tesoro español.

Es de interés destacar que la tesis incorpora, así mismo, una propuesta novedosa en relación con la actividad del mecenazgo, en tanto que considero una futura Ley de Mecenazgo, en las cuestiones relativas al sector cultural y creativo no debería olvidarse de la posibilidad de fomentar el mecenazgo aprovechando los nuevos instrumentos financieros como el que planteo en mi tesis.

En relación con esta cuestión, en la tesis planteo que si el legislador incentiva la participación y asunción riesgos por parte del sector privado en una estructura como el FTA<sup>9</sup> (v.g. asumiendo posiciones subordinadas o de garantía en el pasivo del FTA), incluyendo y calificando dicha posición de garante como una nueva forma de mecenazgo y permitiendo, en consecuencia que se benefi-

6) Uno de los grandes problemas de los productores es que actualmente se ven compelidos a cesiones indefinidas de los derechos de explotación por razón de la financiación anticipada, perdiendo todo el control sobre el “negativo” antes incluso de haberlo producido.

7) [www.fundacionlealtad.org](http://www.fundacionlealtad.org)

8) Garantía en virtud de la cual se asegura la finalización de la producción.

9) En relación con el régimen de imposición indirecta en los FTA, vid. ZORNOZA PÉREZ, Juan, “El régimen de titulización de activos financieros en la imposición indirecta en el número monográfico “Titulización de activos financieros”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 44, Fundación de las Cajas de Ahorro (FUNCAS), 1993.



cien de los incentivos previstos en la ley se estaría potenciando, también a través de la actividad de mecenazgo, el efecto de apalancamiento o multiplicador de los recursos que ya hemos visto tienen los instrumentos financieros como el FTA.

Los beneficios que reportaría a las arcas públicas el aceptar, como una forma de mecenazgo susceptible de recibir incentivos fiscales, la asunción de riesgos en estructuras financieras como la que nos ocupa, son evidentes: (i) la simple asunción de la posición de garante por parte del mecenas podrá tener un incentivo fiscal parcial que, términos cuantitativos, no supondrá una reducción importante de ingresos para la Hacienda Pública; (ii) el incentivo fiscal total sólo se reconocerá si el mecenas tiene finalmente que hacer frente a la garantía; lo que no sucederá hasta que no haya concluido el plazo de vida del fondo postergándose, pues, a ese momento la aplicación del incentivo fiscal total y el impacto en las arcas públicas y, por último, (iii) el Estado no tendrá que contabilizar como gasto dichas cantidades que, a modo de garantía extraordinaria, está comprometiendo el sector privado<sup>10</sup>, para asegurar la viabilidad del FTA, sino que será en su momento un menor ingreso vía impuesto de sociedades<sup>11</sup>.

La probabilidad de que el garante tenga que responder será no obstante remota, ya que su obligación será exigible tras las garantías del Estado y de la Unión Europea, por lo que el riesgo para la Hacienda pública se limita a ser un hipotético ingreso menor en la recaudación correspondiente al ejercicio en el que se tenga que ejecutar la garantía y no un gasto en el año de constitución del FTA.

En cualquier caso, si el mecenas tiene que hacer frente a la garantía el importe que se le ejecute podría ser considerado un crédito fiscal y de este modo desaparecería también la incertidumbre para el garante.

En cuanto a la capacidad de controlar por parte de la Hacienda Pública el importe total de las garantías otorgadas por el sector privado, es evidente ya que sólo habrá un FTA de ayuda al cine y únicamente podrán otorgarse un número limitado de avales; de este modo el número de

mecenas bajo este régimen estará, así mismo, controlado por parte del Ministerio de Hacienda.

Finalmente, la propuesta de estructura se completó en la propia tesis doctoral con la construcción de un modelo de titulación de los derechos de crédito de los productores, que basándose en una simulación de Montecarlo se acompañó en su formato dinámico desarrollado en Excel. Para desarrollar el modelo financiero objeto de la tesis conté con el apoyo de mi grupo de trabajo del Master en finanzas corporativas<sup>12</sup> y con la dirección de mi profesor de titulaciones, Don Cesar Goyache.

En la modelización financiera del FTA, basada en una simulación de Montecarlo, se introdujeron los datos que anteriormente he mencionado en relación con la estructura y se asumieron determinadas hipótesis razonables a la vista de los datos que se han venido publicando sobre el mercado del cine. Con dichos datos se construyó una función de distribución de probabilidad de éxito estimada, que consideraba que las películas podrían estar en un rango de retorno que resultaba como decimos razonable a la vista de los datos públicos con los que se contaba.

Cada vez que se ejecuta el programa que sostiene el modelo se generan 500 escenarios, de tal manera que se obtiene la máxima pérdida de la cesta de 100 películas que componía el FTA, la media de pérdida estimada, así como la duración de los bonos.

No obstante, tal y como ya se dijo en la tesis, para avanzar en la implementación real de la herramienta es necesario realizar –con la ayuda incluso de las instituciones europeas– los correspondientes estudios de mercado que permitan afinar los datos utilizados en la hipótesis, que si bien se basaron en fuentes notorias de información, era probable que escondiesen desviaciones respecto de los resultados que se obtuviesen finalmente si se trabajaba con datos reales.

Así mismo, el manejo de datos reales resulta de interés para determinar los criterios que, en su caso, sería conveniente utilizar para la selección de las películas que podrían alcanzar la categoría de financiables a través del fondo.

10) U Si la garantía total fuese del sector público, el Estado estaría obligado por razón del "principio de garantía presupuestaria" a contabilizar el importe total arriesgado como gasto.

11) En este sentido téngase en cuenta no obstante el cambio legislativo que se ha producido en relación con el "principio de prudencia" valorativa contenido en el Plan General de Contabilidad Pública. En virtud de la Orden de 6 de mayo de 1994 por la que se aprobó el Plan General de Contabilidad (BOE Núm. 120, de 20 de mayo de 1994) el "principio de prudencia" exigía que, en relación con los gastos, se contabilizasen aquellos "que supongan riesgos previsibles o pérdidas eventuales, con origen en el ejercicio o en otro anterior; a estos efectos deben distinguirse las pérdidas potenciales o reversibles de las realizadas o irreversibles". Actualmente la redacción del "principio de prudencia" introducida en la Orden EHA/1037/2010, de 13 de abril, por la que se aprueba el Plan General de Contabilidad Pública (BOE Núm. 102, de 28 de abril de 2010) ha sido algo relajada, ya que se establece lo siguiente: "d) Prudencia. Se deberá mantener cierto grado de precaución en los juicios de los que se derivan estimaciones bajo condiciones de incertidumbre, de tal manera que los activos o los ingresos no se sobrevaloren, y que las obligaciones o los gastos no se infravaloren. Pero, además, el ejercicio de la prudencia no debe suponer la minusvaloración de activos o ingresos ni la sobrevaloración de obligaciones o gastos, realizados de forma intencionada, ya que ello privaría de neutralidad a la información, suponiendo un menoscabo a su fiabilidad. En relación con lo anterior, se ha de tener en cuenta que, de acuerdo con la normativa presupuestaria vigente, los gastos e ingresos contabilizados pero no efectivamente realizados no tendrán incidencia presupuestaria y sólo repercutirán en el cálculo del resultado económico patrimonial. Esta última mención a la repercusión únicamente en el resultado económico patrimonial sí que coincide con la redacción anterior.

12) En el grupo de trabajo participaron mis compañeros del Master Montserrat Jiménez, Ricardo Sánchez y Guadalupe Acuña a los que estaré siempre agradecida por el entusiasmo que mostraron ante lo que fue mi propuesta de trabajo fin de Master y por el rigor y dedicación con la que trabajaron en lo que sabían era la base de mi tesis doctoral y la razón por la que yo había comenzado mis estudios en finanzas.

## 4.

## HIPÓTESIS DE PARTIDA PARA LA CONSTRUCCIÓN DEL FTA.

Para calcular los datos del modelo se han asumido las siguientes hipótesis basadas en la información y datos publicados por el sector;

**(i)** Fuentes de ingresos; Se han considerado las fuentes tradicionales de ingresos; Cine, PPV, DVD y televisión en abierto, prorrateándolos en distintos porcentajes, si bien en caso de que se quiera implementar esta herramienta financiera hay que ajustar los porcentajes y temporalidad que suponen actualmente cada una de las fuentes de ingresos.

**(ii)** Se ha considerado una duración media en canales de distribución de 9 meses.

**(iii)** Se ha considerado que el grueso de los ingresos se obtiene durante los primeros 3 años de vida de la película y se ha establecido una cascada temporal por meses en los que se van recibiendo los ingresos de cada una de los canales de distribución.

**(iv)** Los ingresos por película han sido calculados aleatoriamente a partir de una función de distribución de probabilidad de éxito estimada, considerando que las películas podrán obtener un retorno entre 0 y 18.000.000 de euros. Esta cantidad se ha considerado teniendo en cuenta las recaudaciones de taquilla de los últimos años, que recordamos no tienen en cuenta otras fuentes de ingresos. Es imprescindible, en cualquier caso, si se quiere implementar el modelo, introducir los datos reales de coste de producción y recaudación (incluyendo todas las fuentes de ingresos) para definir la función de distribución. La función de distribución considera en cualquier caso que sólo el 20% (aprox.) de las películas recaudan cantidades iguales a superiores a su coste de producción. El resto no llega ni tan siquiera a recuperar dicho coste.

**(v)** Duración de la producción; entre 6 y 18 meses (máximo). El modelo considera también de manera aleatoria las fechas de finalización de las producciones, que se corresponderán con el momento que las películas comienzan a generar ingresos a través de las sucesivas ventanas de exhibición.

**(vi)** Selección de una cesta de 100 películas. Como

dijimos anteriormente, consideramos conveniente de cara a aproximar las producciones a modelos más rentables, disminuir el número de producciones en beneficio de un mayor presupuesto para su ejecución.

**(vii)** Coste de producción medio 1.800.000 de euros. No existen datos sobre el coste medio de la totalidad de las películas producidas, si bien el de aquellas cuyo presupuesto es superior a 900.000 euros, el coste medio es de 2.400.000.- €. Por ello, hemos considerado razonable un coste medio de producción de 1.800.000.-€.

**(viii)** Cada vez que se ejecuta el programa que sostiene el modelo se ejecutan 500 escenarios, de tal manera que se obtiene la máxima pérdida del FTA, la media de pérdida estimada, así como la duración de los bonos. El resultado del modelo que finalmente ha sido impreso reflejó una pérdida máxima de 44.362.509 euros, siendo la media de pérdida estimada de 7.333.991 euros, y la vida media de los bonos de 20,5 meses.

Insistimos en que estas son las hipótesis utilizadas para un caso base, si bien para la implementación real de la herramienta sería necesario realizar -con la ayuda incluso de las instituciones europeas<sup>13</sup>- los correspondientes estudios de mercado que permitan afinar los datos utilizados en la hipótesis, que si bien se han basado en fuentes notorias de información pueden que escondan alguna desviación respecto de los resultados reales. Téngase en cuenta que según hemos visto anteriormente<sup>14</sup> el 80% de los ingresos anuales se obtienen de un par de películas, lo que implica que la función de distribución sea muy sensible a cualquier variación que se produzca en estos ratios de contribución a la recaudación a nivel global.

Las cifras actuales dan unos resultados hipotéticos cuando se alimenta y ejecuta el modelo financiero, pero, de manera inversa, el modelo nos informará en qué entorno y bajo qué premisas resultará viable, constituyéndose así en una herramienta eficaz para la definición de las políticas de apoyo en la línea con las guías trazadas por la U.E.

13) Como el Observatorio Europeo del Audiovisual o Eurostat.

14) Parte 1, *ut supra*.

## 5.

## ASPECTOS FINANCIEROS DEL FTA ESTRUCTURADO PARA LA TESIS.

### CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS:

- A) Importe total de la emisión: 90.000.000 euros.
- B) Tipo y clase de los Bonos: Clase A compuesta por una única serie de Bonos por importe nominal total igual al importe de la emisión global. No obstante se podría estudiar la emisión de bonos subordinados.
- C) Interés de los Bonos nominal anual fijo calculado sobre el saldo nominal pendiente de cobro. El tipo de interés de referencia era el tipo fijo equivalente al swap calculado en función del calendario de amortización anticipada del caso base), y el margen aplicable era el 3,11%, ya que se tuvo en cuenta la prima de riesgo española a la fecha de leer la tesis.
- D) Los intereses de los Bonos se pagarán por trimestres vencidos hasta el total vencimiento de los Bonos, estando previsto contar con una línea de liquidez a cargo del ICO.
- E) Los bonos se amortizan al 100% del valor nominal a su vencimiento a los tres años. Siendo posible la amortización anticipada parcial de los Bonos será posible en cada fecha de pago y se realizará a prorrata.
- F) Se prevé en el modelo que los bonos gocen de libre transmisibilidad, salvo que finalmente se reconozcan beneficios fiscales, similares a los bonos emitidos para la financiación de las autopistas, que hagan improcedente las transmisiones.

### COMPORTAMIENTO DEL FTA DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSOR

- A) Rendimiento de los bonos: La vida media, TIR, duración y vencimiento final de los Bonos, serían las siguientes:

Bono	Vida media	TIR	Duración	Fecha Fin
Clase A	20,5 meses	4,472%	17,1	Mes 28

- B) Rendimiento aplicando la bonificación fiscal: Se considera una bonificación fiscal similar a la de la reconocida para las autopistas.

C) Riesgo de los Bonos: El análisis en cuanto al riesgo de los bonos será del subyacente pues, al contar, en concepto de mejora crediticia con la garantía del Estado, y en su caso del BEI, se eliminan los riesgos típicos de cualquier emisión, sobre cualquier *default* que se produzca, ya que el modelo tiene calculado como pérdida máxima posible el importe que el Estado destina a ayudas a la amortización de producciones, más el importe correspondiente de la U.E. Por ejemplo; una garantía del Estado español por importe de 36 millones de euros, más la garantía máxima de la U.E. para una emisión de 90 millones que alcanzaría otros 15,75 millones de euros<sup>15</sup>, dotando al fondo de una garantía total de 51,75 millones de euros. Para el caso de que el FTA refleje un saldo vivo al final del periodo superior a dicha cifra, entraría en juego la garantía de los mecenas, que como dijimos anteriormente deberían poder obtener los beneficios del mecenazgo por asumir esta posición de garante de tercer nivel.

D) Liquidez: No existe garantía de que llegue a producirse en el mercado una negociación de los Bonos con una frecuencia o volumen mínimo. Ni se prevé tampoco el compromiso de que alguna entidad vaya a intervenir en la contratación secundaria, dando liquidez a los Bonos mediante el ofrecimiento de contrapartida. Además, en ningún caso el Fondo podrá recomprar los Bonos a los titulares de éstos, aunque sí podrán ser amortizados anticipadamente en su totalidad en el caso de la liquidación anticipada.

E) Riesgos derivados de los activos que respaldan la emisión: los titulares de los Bonos no correrán con el riesgo de obtención de ingresos futuros, agrupados en el mismo mediante la emisión de los derechos de crédito derivados de los derechos de explotación, ya que siempre contarán con la garantías ofrecidas por los mecanismos de mejora de crédito, que asumirá la totalidad de las pérdidas. No obstante, llegado el caso podría considerarse una variable consistente en que el Estado, y la U.E., limitase sus pérdidas a una cuantía fija (v.g. 55.000.000 de euros) que se considera por el modelo la pérdida máxima probable, previéndose, así mismo, la existencia de una emisión High Yield<sup>16</sup> que asuma las pérdidas por encima de dicha cantidad, y con posterioridad también a los mecenas si los hubiese.

15) Recordemos que en el documento FAQ "The cultural and creative sectors loan guarantee facility" de julio de 2012 se expone en la página 27 que la garantía máxima a cubrir por la U.E. es del 70% por préstamo con una garantía máxima del 25% por la totalidad de la cartera. De tal manera que  $90 \cdot 70\% \cdot 25\%$  son 15,75 millones de euros.

16) Los valores High Yield, son los valores de la emisión que más riesgo asumen pero que están más retribuidos.



Los productores, en su condición de Cedente, responderán ante el Fondo exclusivamente de la existencia y legitimidad de la cesión de derechos de crédito futuros, pero no asumirá responsabilidad en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación.

F) Retribución del Equity (productores): Los productores, tras el pago a los bonistas de principal e intereses, obtienen una retribución en su posición de Equity de 6.069.848 euros, que podrá ser repartido de manera proporcional a la contribución de sus retornos al fondo.

#### OTRAS CUESTIONES ACERCA DEL FONDO

La Sociedad Gestora, en nombre y representación del Fondo, podrá contratar con terceros la prestación de servicios en relación con los bonos.

En cualquier caso, deberá colaborar y encomendar a la entidad similar al Arts Council, o a los Capacitadores de la U.E., la selección y administración de las producciones que darán lugar a los derechos económicos.

La estructura de la operación de titulización de activos contemplada no permite que existan cantidades en metálico que pudieran integrarse en la masa de la Sociedad Gestora, ya que las cantidades correspondientes a ingresos del Fondo deben ser ingresadas en las cuentas abiertas a nombre del Fondo por la Sociedad Gestora.

En el supuesto de que se declare el concurso de los Productores conforme a la Ley Concursal, el Fondo, actuando a través de la Sociedad Gestora, tendrá derecho de separación sobre los derechos de explotación cedidos. El Fondo, actuando a través de la Sociedad Gestora, tendrá derecho a obtener de los Productores las cantidades que resulten de los Derechos de explotación, en tanto que dichas cantidades se considerarán como propiedad del Fondo y, por lo tanto, deberán ser transmitidas a la Sociedad Gestora en representación del Fondo.

El período de actividad del Fondo se extenderá desde la fecha de constitución hasta la fecha de vencimiento legal del Fondo, en la cual se producirá su extinción que coincidirá con el mes veintiocho (28) tras la fecha de constitución.

El Fondo se extinguirá en todo caso cuando se amorticen íntegramente los Bonos.

En el supuesto de que, una vez liquidado el Fondo y realizados todos los pagos previstos, existiera algún remanente, éste será abonado a los Cedentes en función del éxito económico de cada película, sin perjuicio de que el bonista pueda recibir algún tipo de retribución extraordinaria.

Los gastos por la constitución del Fondo y la emisión de los Bonos coincide con el 1% de la emisión (siendo este porcentaje el común para este tipo de operaciones) y el pago se hará a cargo de la línea de liquidez.

#### EXPLICACIÓN DEL FLUJO DEL FONDO.

Tal y como se desprende del diagrama que se recoge en la estructura de la operación, los flujos de activos servi-

rán para cumplir las obligaciones del emisor de la siguiente forma:

(i) En la fecha de desembolso, el Fondo pagará el precio de los Derechos de explotación cedidos mediante el importe de principal recibido de los bonos.

(ii) En dicha fecha de desembolso, el Fondo dispondrá de la línea de liquidez para hacer frente a los gastos.

(iii) Periódicamente, la Sociedad Gestora, en nombre y representación del Fondo, recibirá los importes correspondientes al 40% (en el caso del modelo presentado) cedido de los ingresos de la cartera de películas. Estos importes quedarán depositados en la cuenta de tesorería, devengando un tipo de interés.

(iv) La tesorería disponible será utilizada en cada fecha de pago para abonar las obligaciones de pago del Fondo conforme al orden de prelación de pagos.

Los saldos positivos a favor del Fondo que resulten, en cada momento, en la cuenta de tesorería devengarán intereses a favor del Fondo a un interés anual variable a favor de éste, que será igual al resultado de disminuir el tipo de interés de referencia aplicable a los Bonos en cada periodo de devengo de intereses, en un margen del 0,20%. Los intereses se calcularán y liquidarán mensualmente.

Adicionalmente, con el objetivo de minimizar el coste financiero (ayuda del ICO) de la Línea de Liquidez, se podrán hacer reducciones del saldo vivo de dicha línea.

Los costes financieros también pueden ser reducidos mediante los apoyos derivados del Programa Europa Creativa.

En cada fecha de pago, que no sea la fecha de vencimiento ni en la que tuviera lugar la liquidación anticipada del Fondo, la Sociedad Gestora procederá con carácter sucesivo a aplicar la tesorería disponible en el orden de prelación de pagos que se establece a continuación para cada uno de ellos.

(i) Origen: Los recursos disponibles de los que dispone el Fondo en cada fecha de pago, que se encontrarán depositados en la cuenta de tesorería, serán iguales a la suma de:

a. Cualquier cantidad que corresponda a los Derechos de explotación agrupados en el Fondo;

b. Rendimientos de los saldos de la cuenta de tesorería;

(ii) Aplicación: Con carácter general, los recursos disponibles serán aplicados, en cada fecha de pago, al cumplimiento de las obligaciones de pago exigibles en cada fecha de pago en el siguiente orden de prelación:

a. Pago de los gastos ordinarios y gastos extraordinarios e impuestos de los que el Fondo sea el sujeto pasivo.

b. Pago de intereses de los Bonos (en este caso todos de la misma Clase)

c. Amortización de cantidades dispuestas de la Línea de Liquidez (salvo que sea una línea prevista no reembolsable).

d. Amortización anticipada de los Bonos.

## 6.

## CONCLUSIONES

En definitiva, la creación de un fondo de titulización de activos anual, en su modalidad de titulización de derechos de crédito futuros generados por los derechos de explotación de las obras cinematográficas, sería, bajo las premisas manejadas, financieramente viable y permitiría al sector del cine, y en concreto a las productoras, obtener una mayor financiación para sus proyectos en un momento en el además sus fuentes habituales de financiación están siendo cuestionadas.

La consolidación de un marco de tipos de interés bajos supone un estímulo adicional para la demanda de los activos derivados de las estructuras de titulización que, por sus características, se sitúan en una posición intermedia entre la deuda pública y los valores bursátiles en términos de rentabilidad y de riesgo.

Una de las ventajas de la titulización de los derechos de cobro futuros de las productoras es que permite transformar unos activos de escasa o nula liquidez, como son los derechos futuros que genere la película, en productos muy líquidos. Además, este incremento de la liquidez se consigue a través de una estructura financiera que reduce el coste primario de financiación, y la dependencia de otras vías de financiación tradicionales, como son las televisiones, a quienes en ocasiones se venden los derechos de antena en condiciones algo forzadas.

No es tampoco menor el beneficio que un FTA le reporta al Productor en cuanto al control de la propiedad sobre la película, ya que al ser el FTA un mero instrumento financiero con una vida limitada, el productor una vez cerrado el Fondo retendrá todos los derechos sobre su negativo.

Desde el punto de vista del inversor, la existencia de esta estructura permite a los inversores privados invertir, a cambio de una rentabilidad razonable y asegurada, en un sector en el que de cualquier otro modo no entraría, en tanto que la combinación rentabilidad-riesgo no es de otro modo asumible. A través de este FTA se hace posible obtener combinaciones de rentabilidad-riesgo en el sector del cine que es imposible obtener de ninguna otra manera.

La disminución del riesgo asumido por el inversor se consigue, por supuesto, por razón del aislamiento del riesgo del cedente que garantizan los FTA, frente a otros instrumentos jurídicos y societarios, pero también me-

dante la diversificación a través de la canasta de productoras y películas, así como debido al filtro que supone proceder a una selección de previa que garantice la calidad y un mínimo contenido comercial (no meramente cultural).

Otra ventaja que potencia la entrada del sector privado en la industria del cine, a través de la adquisición de bonos, es que éstos dan una rentabilidad garantizada con muy bajos costes de agencia (en la selección de la inversión –tanto de la película, como del productor– y en la monitorización de los costes y de los ingresos). Ya comentamos en su momento que una de las dificultades más grandes que han de afrontar los productores financieros son las dificultades que pueden encontrar para seleccionar la película objeto de inversión y la cuenta de resultados de la producción.

Como ventajas adicionales podemos destacar la profesionalización de la estructura, ya que se contaría con un órgano especializado en el sector para realizar el análisis de los activos comprometidos. Si bien, en este sentido, hemos de insistir en que este Consejo –cuya existencia se prevé sin perjuicio de que el FTA será gestionado también por una entidad experta en la gestión y colocación de renta fija– lo hemos concebido de naturaleza mixta público-privada, con un carácter similar al previsto en el Real Decreto 2062/2008<sup>17</sup>, de 12 de diciembre. Así estará formado por expertos técnicos del sector, pero también por representantes de las Administraciones competentes, en tanto que –aún de manera indirecta– se estarán manejando fondos públicos, procedentes de los impuestos que satisfacen los ciudadanos, y es necesario mantener un mínimo control democrático sobre el destino del gasto.

Respecto del efecto en las cuentas del Estado, con la implementación de un FTA se podrían conseguir una mejora en la gestión del gasto público, al cumplirse en mayor medida con los criterios de eficacia, eficiencia, economía y calidad, exigidos en el ordenamiento jurídico español<sup>18</sup>, en tanto que, de partida, desaparece el gasto directo que supone la subvención y además los recursos públicos sirven de manera eficaz para captar recursos del sector privado (por razón del apalancamiento), incrementando de manera global los recursos disponibles.

17) El Art. 36 del Real Decreto 2062/2008, de 12 de diciembre, desarrolla la Ley 55/2007, del Cine se refiere al Comité de Ayudas a la producción cinematográfica como el Organismo dependiente del ICAA al que corresponde la emisión de informes en materia de solicitud de subvenciones.

18) Arts. 31.2 y 103.1 de la Constitución española, que informan al Art. 7 de la Ley 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria (BOE Núm. 103, de 30 de abril de 2012).

Así mismo, se disminuiría el riesgo de terminación a través de los *completion bonds*; negociados por el propio fondo para la cesta que es común, lo que abarata el coste al productor al diversificarse también el riesgo para la aseguradora. También podrían ser objeto de gestión colectiva, generando economías de escala y mayor impacto mediático, ciertas labores de promoción y venta de las películas españolas.

En cualquier caso, se mejoraría la disciplina financiera en el sector y con ello se incrementaría no sólo la transparencia en la gestión del dinero público, sino, también, la confianza de los inversores y cualesquiera otras entidades financieras que a través de otras vías puedan financiar parte de las producciones participantes. Reforzar la transparencia respecto de los costes de producción servirá, sin duda, para mejorar también los resultados del fondo.

Este modelo se podría replicar en el entorno europeo valiéndose de fondos provenientes del futuro Programa Europa Creativa.

Se podría contar, no sólo con la garantía del Fondo Europeo de Inversiones, como mejora crediticia, sino, también, con otros recursos que se prevean para la promoción y comercialización de las películas, para la obtención de seguros y garantías para la finalización de la cesta de películas integradas en el fondo, e, incluso, con los previstos para financiar estructuras financieras novedosas, pudiendo de este modo obtener nuevos ingresos para el correcto funcionamiento del FTA.

En relación con las mejoras crediticias, no podemos olvidar la opción de que puedan acudir empresas privadas al rescate del fondo, tras el Estado y la Unión

Europea, y que dicha asunción de riesgos pudiese ser integrada en el concepto de mecenazgo, en tanto que no deja de ser un tipo de apoyo privado al sector cultural. No obstante, como ya dijimos anteriormente, esta nueva modalidad de mecenazgo sería, en términos cuantitativos y de impacto en las cuentas públicas, perfectamente controlable por parte de la Hacienda pública.

No obstante, antes de concluir hemos de insistir una vez más en que para el desarrollo de un modelo basado en datos más precisos habría que valerse de información real al objeto de poder ajustar la función de distribución de la probabilidad de "éxito" de las películas en la que se basa el modelo, las ventanas actuales de distribución y los tiempos previstos para la percepción de los ingresos en cada una de esas ventanas.

En concreto, para ajustar el modelo sería conveniente realizar un estudio de campo que permitiese cuantificar con rigor y precisión: (i) Los costes de producción reales de las películas españolas; (ii) la temporalidad e importe de los ingresos distinguiendo por ventanas de producción; cines (incluyendo la taquilla y las ventas internacionales reales en el extranjero), VOD, PPV, etc, y (iii) la cuantía de las compras no anticipadas de derechos que realizan las televisiones para cumplir con las cuotas de emisión de obra europea.

En la actualidad, la Unión Europea está estimulando la realización de informes estadísticos que incrementen el conocimiento de las cifras reales del sector de la cultura. Para realizar el estudio que proponemos se podría acudir, sin duda, a estos servicios de consultoría financiados por la Unión Europea.