

LAS NUEVAS POSIBILIDADES DE TITULIZACION HIPOTECARIA EN ESPAÑA

Xavier FREIXAS y Francisco J. VALERO

I. INTRODUCCION

Podemos definir la *titulización* como el proceso mediante el cual activos del balance de una entidad pueden ser, generalmente previa su agregación y la modificación de algunas de sus características, vendidos, en todo o en parte, a los inversores en forma de títulos o valores negociables.

Aunque, en principio, la titulización como técnica financiera no se encuentra limitada a una clase determinada de activos, en este trabajo sólo analizaremos la titulización de préstamos con garantía hipotecaria, ya que las modalidades de dicha técnica que nos interesan en este trabajo —aquellas que permiten la desaparición de los activos implicados del balance de la entidad originaria— sólo están expresamente contempladas en la legislación española actual para dicho ámbito, y ello desde fechas muy recientes, tras la modificación en el régimen jurídico de las *participaciones hipotecarias* efectuada en el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, y la incorporación, por primera vez en el Derecho español, de los *fondos de titulización hipotecaria* (FTH) por la Ley 19/1992, de 7 de julio.

Más recientemente todavía, el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, faculta al Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, a extender el régimen de los FTH, con las adaptaciones que sean precisas, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados en general con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

El empleo de la titulización en nuestro país, en el sentido indicado, para cualquier otro tipo de activos se encuentra condicionado por un conjunto de problemas jurídicos, reglamentarios y fiscales que imposibilitan, hoy por hoy, su uso como proceso de creación de títulos diversificados y líquidos (véase Freixas y Valero, 1991b y c). Esto no quiere decir,

sin embargo, que la titulización de estos otros activos sea del todo imposible en España, ya que, entre otras razones, esta técnica ya se ha aplicado en nuestro país a préstamos para financiar la adquisición de automóviles. La primera experiencia registrada en este campo, en forma de colocación privada de participaciones en tales préstamos a un grupo de bancos, efectuada en noviembre de 1990, aparece analizada, por ejemplo, en Llorens y Lanzón (1991), así como en uno de los apéndices de Lewis (1991).

En realidad, si tenemos en cuenta que en el propio ámbito hipotecario algunas instituciones se han anticipado al legislador español, utilizando fórmulas tales como la comunidad de bienes o la sociedad anónima (1) —véase Carrascosa (1991)—, nos encontramos aquí con un fenómeno bastante común a la innovación financiera en general, en donde el mercado y las instituciones participantes en él tienden a ir por delante de la regulación, lo cual, en bastantes ocasiones, provoca tensiones sobre esta última. Estas resultan especialmente relevantes en el caso de la titulización, ya que del peculiar proceso de venta de activos que implica surgen un conjunto de cuestiones acerca de los derechos y obligaciones de cada uno de los participantes en él —especialmente, por lo que respecta a los inversores de los títulos— que deben tener solución adecuada en el marco jurídico correspondiente o, de lo contrario, bajo determinadas contingencias, pueden no sólo dejar a los usuarios en la incertidumbre en cuanto al resultado de la operación, sino también producir efectos inesperados.

Como hemos apuntado previamente, la titulización no siempre implica que los activos objeto de ella desaparezcan del balance de su entidad originaria, aunque éste sea, en muchas ocasiones, uno de los principales objetivos del proceso, fundamentalmente por lo que supone de elusión de los coeficientes obligatorios, como el de solvencia de las entidades de crédito, que puedan afectar a dichos activos, así como a los pasivos que los financian, como es el caso del coeficiente de caja.

En el campo de la titulización hipotecaria, tal y como está configurada actualmente en España,

la consideración anterior cobra plena vigencia, ya que, en puridad, dicho campo podría abarcar también, en cuanto títulos respaldados por activos —*asset-backed* (2)—, tanto a las *cédulas hipotecarias* (donde dicho respaldo es genérico: la totalidad de los préstamos hipotecarios vivos de la entidad emisora, así como el resto del patrimonio de ésta) como a los *bonos hipotecarios* (donde el respaldo está constituido por préstamos hipotecarios específicos).

Sin embargo, dado que la titulización hipotecaria en España afecta a entidades de crédito, consideramos más conveniente centrar nuestra atención en aquellas de sus modalidades que entendemos más avanzadas en su alcance, dadas las mayores posibilidades que ofrecen a dichas entidades, al permitir la desaparición de los activos implicados en el proceso del balance de la entidad originaria de éstos. Por otra parte, aunque el mencionado Real Decreto 1289/1991 también modifica el régimen de las *cédulas* y los *bonos hipotecarios*, sus novedades más relevantes corresponden al ámbito de las participaciones hipotecarias.

En definitiva, de los tres tipos de títulos hipotecarios disponibles en España desde la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario (LRMH) —*cédulas, bonos y participaciones*—, estimamos suficiente ocuparnos aquí de estas últimas, fundamentalmente en lo que se refiere a las novedades que se han producido en su regulación. Para las dos primeras modalidades, así como para otros aspectos de las participaciones no recogidos en este trabajo, nos remitimos a las referencias especializadas en la materia, como Freixas *et al.* (1991a).

II. LA NUEVA REGULACION DE LAS PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS

La consideración de las participaciones hipotecarias en el presente trabajo tiene una doble justificación. Por un lado, constituyen la materia prima básica de los FTH, ya que el activo de éstos estará integrado, de acuerdo con su Ley reguladora, por las participaciones hipotecarias que agrupen, aunque esto no quiere decir que dichas participaciones sean el único activo posible de los FTH. Como luego veremos, cualquier otra modalidad de activos de estos fondos tiene en dicha Ley un carácter excepcional y transitorio.

Al margen de constituir el fundamento de los FTH, las participaciones hipotecarias deben contemplarse por sí mismas, después de la modificación de su régimen jurídico antes comentada, como una manifestación plena de la titulización en el sentido indicado anteriormente, ya que, en primer lugar, son valores negociables a todos los efectos. Así, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, que desarrolla la Ley del Mercado de Valores (LMV) en lo que se

refiere al mercado primario, a la hora de definir el concepto de *valor negociable* sigue un criterio de enumeración positiva y negativa, incluyéndose expresamente en la primera de las tres modalidades antes mencionadas de títulos hipotecarios (artículo 2.1 d).

Cuestión distinta, aunque muy relevante para la negociabilidad en la práctica de algunas modalidades de estos títulos, es que están exentos de todo el proceso de verificación administrativa previa previsto para las emisiones de los valores negociables en general, cuando sean nominativos, se emitan singularmente y, de acuerdo con su configuración jurídica, estén destinados a ser adquiridos por inversores institucionales, no siendo susceptibles de suscripción o ulterior adquisición por el público no especializado (art. 6, g, del Real Decreto mencionado), circunstancias todas ellas que afectan de modo particular a la participación hipotecaria, teniendo en cuenta lo que se expone más adelante.

La regulación legal de la participación hipotecaria, mediante la cual se hace participar a terceros en todo o en parte de un crédito hipotecario, se contiene en el artículo 15 de la LRMH, siendo sus características básicas las siguientes:

a) Puede emitirse al comienzo o a lo largo de la vida del préstamo originario, pero su plazo no podrá ser superior al que reste por transcurrir para el vencimiento de dicho préstamo ni el interés superior al establecido en éste (3).

b) Su titular tendrá acción ejecutiva contra la entidad emisora, siempre que el incumplimiento de sus obligaciones no sea consecuencia de la falta de pago del deudor en el préstamo originario, en cuyo caso concurrirá, en igualdad de derechos con el acreedor hipotecario, en la ejecución que se siga contra el mencionado deudor, cobrando a prorrata de su respectiva participación, sin perjuicio de que la entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado y el cedido en la participación.

c) El titular de la participación podrá compeler al acreedor hipotecario para que inste la ejecución. Si éste no lo hace dentro de los 60 días desde que fuera compelido a ello, el titular de la participación podrá subrogarse en dicha ejecución por la cuantía de su respectiva participación (4).

d) La parte de los créditos cedida en participación no se computará dentro de la cifra de capitales en riesgo.

Este régimen legal ha sido completado —dotando al instrumento de importantes grados adicionales de seguridad jurídica para el caso de quiebra, suspensión de pagos o situaciones similares de la entidad emisora— por el artículo 4.1 de la Ley 19/1992. Según este precepto, en caso de quiebra, el negocio de emisión de la participación sólo será impugnabile

en los términos del artículo 10 de la LRMH, inicialmente previsto para las hipotecas, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre la existencia de fraude, quedando en todo caso a salvo el tercero que no hubiera sido cómplice de aquél. En consecuencia, el titular de la misma gozará de derecho absoluto de separación en los términos previstos en los artículos 908 y 909 del Código de Comercio. Igual derecho le asistirá en caso de suspensión de pagos o situaciones asimiladas de la entidad emisora.

El elemento clave de esta regulación para considerar a la participación hipotecaria como una forma de titulización plena en el sentido antes indicado se contiene en la letra *d* anterior. Sin embargo, dicho elemento no ha cobrado virtualidad efectiva en la práctica hasta el Real Decreto 1289/1991, por el que se modifican determinados artículos del Real Decreto 685/1982, de Regulación del Mercado Hipotecario (RDRMH). Precisamente, una de las motivaciones de los cambios introducidos por esta disposición es la de potenciar las participaciones hipotecarias, al subrayar que mediante ellas se hace participar en los créditos hipotecarios de una entidad de crédito con las favorables consecuencias para la misma, *a efectos del coeficiente de caja y del de recursos propios*.

Concretamente, el nuevo texto del artículo 62.3 del RDRMH establece que cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra, la porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la entidad emisora. En este supuesto, el emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.

La regulación reglamentaria específica de las participaciones hipotecarias —sección 7 del capítulo III (*operaciones pasivas*), arts. 61 a 69 del RDRMH—, recoge otras novedades introducidas por el Real Decreto 1289/1991. Entre éstas, a las que habría que añadir las aplicables a la generalidad de los títulos hipotecarios, dotándolos de mayor flexibilidad —como es el caso de la supresión de la obligación de reinvertir en créditos hipotecarios el producto de las emisiones efectuadas—, destacamos, como particularmente sustantivas, las siguientes (5):

a) Al emisor ya no le corresponde sin más la titularidad del crédito participado, aunque sí conserve su custodia y administración, así como su titularidad parcial, manteniéndose su obligación de realizar cuantos actos sean necesarios para su efectividad y buen fin, abonando a los partícipes, incluso en el caso de pago anticipado, el porcentaje que corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses, de acuerdo con las

condiciones de emisión. Es decir, la participación hipotecaria es un genuino título *pass-through*, de acuerdo con la terminología anglosajona dominante en esta materia (véase Fabozzi, 1988, especialmente su sección II).

b) Se prevé la posibilidad de utilizar en su emisión anotaciones en cuenta, para lo cual se dispone que la escritura pública prevista a tal efecto por la LMV contenga los mismos datos previstos para los títulos nominativos que sean compatibles con esta forma de representación.

c) Cuando el titular de la participación hipotecaria sea una entidad autorizada para emitir cédulas hipotecarias, la porción de crédito hipotecario incorporada a la participación se incluirá en la base de cómputo de dicha entidad a efectos de determinar su potencial de emisión de cédulas, siempre que la participación no sea computable como activo de riesgo de la entidad emisora de ésta y que el crédito objeto de la participación resulte apto a efectos de cobertura. Es decir, se hace factible la posibilidad de emisión de cédulas en base a participaciones hipotecarias adquiridas.

d) Se suprime la necesidad de contar con el consentimiento de todos los partícipes para la cesión de los créditos hipotecarios.

e) Se excluye la posibilidad de seguro directo por parte de la entidad emisora del principal y de los intereses de la participación, aunque sigue siendo posible la contratación de un seguro a favor del partícipe a cargo de la entidad emisora.

Entre los aspectos de la regulación de las participaciones hipotecarias que no se han visto modificados sustantivamente por el Real Decreto 1289/1991, debemos mencionar aquí, por afectar muy directamente a sus posibilidades de negociabilidad, la exigencia de que, cuando su suscripción y tenencia no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, se emitan en escritura pública, que será objeto de inscripción en el Registro de la Propiedad, practicada la cual los terceros que adquieran algún derecho sobre el crédito hipotecario lo harán con la carga del pago de la participación y de sus intereses. Esta doble exigencia, escritura pública y registro, limita sustancialmente las posibilidades de emisión en la práctica de participaciones hipotecarias en tales supuestos.

La regulación reglamentaria de la participación hipotecaria se completa, en lo que se refiere a las normas de contabilidad de las entidades de crédito, por la modificación en la disposición básica en esta materia actualmente vigente —la Circular del Banco de España 4/1991, de 14 de junio— efectuada por la Circular 7/1991, de 13 de noviembre. Según esta última, las participaciones hipotecarias que cumplan las condiciones señaladas en el mencionado artículo

lo 62.3, así como las restantes condiciones, limitaciones o prohibiciones contenidas en la normativa reguladora de aquéllas, se tratarán como transferencias de activos, dándose de baja éstos en el balance por la parte cedida. En la cuenta de pérdidas y ganancias, se registrará por neto la diferencia entre los productos recibidos por los créditos transferidos y los cedidos a los partícipes (6).

En definitiva, el nuevo régimen normativo de la participación hipotecaria dota a ésta de unas condiciones que permiten una auténtica cesión del crédito originario, a la vez que se ve acompañada de nuevos e importantes grados de flexibilidad y de seguridad jurídica, todo lo cual debe fomentar su empleo como instrumento de titulización. En efecto, al poco tiempo de promulgarse el Real Decreto 1289/1991, se vio en el mercado la primera emisión de participaciones hipotecarias sometida a la nueva regulación de éstas en España. Dichas participaciones, constituidas sobre distintos préstamos hipotecarios seleccionados al efecto, fueron adquiridas por un conjunto reducido de inversores institucionales, de forma que éstos pudieron conseguir directamente una diversificación de sus riesgos sin necesidad de crear previamente una entidad que sirviese de vehículo de titulización (véase Carrascosa, 1991).

III. LOS FONDOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA

Los FTH se han incorporado por vez primera al Derecho español por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, aunque en el presente trabajo nos ocuparemos exclusivamente de estos últimos.

Los FTH, concebidos en el preámbulo de la Ley como «agrupaciones de participaciones hipotecarias con configuración jurídica y financiera distinta de los Fondos de Inversión Mobiliaria», transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito.

Los objetivos básicos asignados a los FTH también se mencionan en dicho preámbulo: permitir a las entidades de crédito una más fácil movilización de los créditos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.

El régimen jurídico básico de los FTH se contiene en el artículo 5 de la Ley, mientras que el artículo 6

de ésta se refiere a las *sociedades gestoras de fondos de titulización hipotecaria* (SGFTH), cuyo objeto exclusivo es la constitución de FTH, que deberán ser objeto de verificación y registro por la CNMV en los términos previstos en la LMV, con las adaptaciones que reglamentariamente puedan establecerse.

Este régimen se completa con la disposición adicional de la Ley, que, además de autorizar al gobierno a desarrollar lo dispuesto en ella —lo que puede condicionar el grado de validez futura de algunos aspectos concretos del análisis efectuado en este apartado—, lo faculta para poder establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a los FTH —que sólo podrán estar representados por anotaciones en cuenta— y a reservarlo en exclusiva para tales valores.

El uso de esta última facultad parece especialmente recomendable, aunque sólo sea por una clara identificación de los valores por los inversores y por el mundo financiero en general, ya que la denominación que se emplea en la Ley de «*valores emitidos con cargo a los FTH*» no constituye precisamente un buen ejemplo de concisión y claridad (7).

Las principales características específicas que se desprenden del régimen legal de los FTH, como patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica, pueden resumirse como sigue:

1) *Carácter cerrado*, ya que estarán integrados, básicamente, en cuanto al activo, por las participaciones hipotecarias que se agrupen, y en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo, lo cual puede considerarse también un cierre en sentido financiero. El carácter cerrado de los FTH no se refiere a los inversores, ya que los valores emitidos son negociables en un mercado oficial u organizado —cuya admisión a cotización deberá ser solicitada obligatoriamente por la sociedad gestora, con las excepciones que reglamentariamente puedan establecerse—, sino al activo de aquéllos, aunque esta circunstancia se encuentra matizada por la posibilidad de sustitución de las participaciones hipotecarias originarias en caso de amortización anticipada de éstas. Por otra parte, este carácter cerrado tiene un apoyo formal en la inalterabilidad de la escritura pública de constitución del fondo, una vez otorgada, salvo en los supuestos excepcionales y las condiciones que reglamentariamente se establezcan.

Como elementos básicos de cada FTH, en dicha escritura:

- Se identificarán las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y, en su caso, las reglas de sustitución en caso de amortización anticipada de aquéllas. Dichas participaciones deben de ser «regulares», en el sentido de que correspondan a préstamos que reúnan los requisitos establecidos

para las operaciones activas en la sección segunda de la LRMH (arts. 4 a 10). Reglamentariamente, podrá fijarse el importe mínimo que deben tener estos fondos en el momento de su constitución.

- Se definirá con precisión el contenido de los valores que se vayan a emitir, o el de cada una de las series, si fueran varias. Los valores emitidos con cargo a los FTH podrán diferir en cuanto a tipos de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización, régimen de amortización anticipada en caso que se produzca la de las participaciones hipotecarias, derecho de prelación en el cobro u otras ventajas especiales en caso de impago de éstas, o cualesquiera otras características. Sin perjuicio de las diferencias que puedan establecerse entre sus distintas series, los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al fondo *deberán coincidir con los del conjunto de las participaciones hipotecarias agrupadas en él*, sin más diferencias o desfases temporales que los derivados de las comisiones y gastos de administración y gestión, primas de aseguramiento u otros conceptos aplicables. Reglamentariamente, podrán limitarse tales conceptos y desfases.

- Se establecerán las reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose las operaciones que vayan a concertarse por su cuenta por la SGFTH. Esta podrá, con la finalidad de aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y los valores emitidos con cargo a él, o, en general, transformar las características financieras de todos o algunos de dichos valores, contratar por cuenta del fondo permutas financieras, contratos de seguros, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras operaciones financieras cuya finalidad sea la señalada. También podrá, con la finalidad de cubrir los desfases temporales entre el calendario de los flujos de principal e intereses de las participaciones hipotecarias y el de los valores emitidos, adquirir transitoriamente activos financieros de calidad igual o superior a los valores de mejor calificación crediticia emitidos con cargo al fondo.

2) *Horizonte temporal limitado*, ya que los FTH se extinguirán, en todo caso, al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que agrupen, cuyo vencimiento debe ser igual al de los préstamos participados (8). Además, podrá preverse en la escritura de constitución su liquidación anticipada cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendientes de amortización sea inferior al 10 por 100 del inicial, debiendo determinarse en la escritura del fondo la forma en que se dispondrá de los activos remanentes.

3) *Exigencia de calificación crediticia (rating)* por una entidad calificadora reconocida al efecto

por la CNMV. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en el folleto de emisión. Hay que tener en cuenta que son los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo los que correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en él, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la SGFTH sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de la escritura de constitución.

4) *No inscripción en el Registro Mercantil*, tanto de los fondos como de los valores que se emitan con cargo a ellos. Tampoco quedarán sujetos a la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas.

5) *Régimen fiscal*. En lo que se refiere a los FTH, éstos estarán sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general, y su constitución estará exenta del concepto «operaciones societarias» del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. Las contraprestaciones satisfechas a los titulares de los valores que se emitan con cargo a los FTH tendrán, en todo caso, la consideración de rendimientos del capital mobiliario, de acuerdo con la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros (LRFDAF) (9). Por último, la administración de los fondos por las SGFTH quedará exenta del IVA.

En relación con este último extremo, el artículo 4.2 de la Ley 19/1992 y el artículo 16.2 del Decreto-Ley 3/1993 añaden un nuevo supuesto de no retención de los intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos a los contenidos en el artículo 8.1 de la LRFDAF: los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de Fondos de Titulización.

Este régimen de los FTH se completa con la posibilidad de establecer reglamentariamente limitaciones especiales a la adquisición por instituciones de inversión colectiva (IIC) de valores emitidos con cargo a los FTH administrados por sociedades pertenecientes al mismo grupo que las gestoras de dichas instituciones.

En cuanto a las SGFTH, su régimen legal se centra en los siguientes puntos básicos:

1) *Representación del fondo y de sus inversores*. Las SGFTH ostentarán la administración y representación legal de los fondos que hubieran creado, pudiendo tener a su cargo uno o más fondos. Además, las corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren.

2) *Necesidad de autorización administrativa* del Ministro de Economía y Hacienda para su creación. Una vez autorizadas, deberán inscribirse en el registro especial abierto al efecto por la CNMV, estando sujetas —lo mismo que sus fondos— al régimen de supervisión, inspección y, en su caso, sanción por este organismo, siéndoles aplicable, en lo que proceda, el régimen previsto a tal efecto para las IIC en su Ley reguladora, Ley 46/1984, que la Ley 19/1992 completa con tres nuevos supuestos específicos de infracciones muy graves.

Al igual que antes, el régimen de las SGFTH se completa con la posibilidad de limitar reglamentariamente la participación máxima de una misma persona, entidad o grupo de entidades en el capital o en los derechos de voto de una SGFTH, o la utilización de cualquier otro medio para ejercer el control efectivo sobre ella.

IV. EVALUACION DE LOS NUEVOS INSTRUMENTOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA

Ante todo, debemos subrayar que los FTH se configuran como un proceso de *titulización secundaria o derivada*, correspondiendo el primer nivel a las participaciones hipotecarias, que permiten la transferencia íntegra de los flujos de pagos como lo haría una obligación de tipo *pass-through*. Por ello, muchas de las ventajas que se derivan de los FTH provienen, en realidad, de la nueva regulación de las participaciones, que ha permitido que éstas fuesen titulizadas mediante distintos vehículos, como, por ejemplo, una sociedad anónima creada especialmente con esta finalidad.

En la evaluación de las posibilidades que permite la nueva regulación de la titulización hipotecaria, podemos distinguir dos niveles: por una parte, existen ventajas inmediatas, relativas al cambio de la normativa sobre participaciones hipotecarias, que pueden ser objeto de estimación, y que se derivan de la exclusión del balance de los préstamos participados. Dichas ventajas provienen de los efectos de las participaciones al nivel del coeficiente de recursos propios, o de solvencia, así como del coeficiente de caja; por otro lado, existen una serie de efectos relativos al nuevo mercado de títulos emitidos por los FTH, cuya valoración es, en parte, menos objetivable, pero que deben ser examinados dentro de una perspectiva de valoración global de las nuevas posibilidades que ofrece la titulización.

1. Efecto sobre los recursos propios

En los mercados financieros de otros países, como puede ser el caso de Francia, uno de los principales objetivos de la titulización ha sido mejorar el coefi-

ciente de recursos propios de las entidades de crédito para poder cumplir con unas normas de solvencia cada vez más exigentes. En España, las entidades de crédito tienen una *ratio* de recursos propios sobre el total del pasivo, en general, más elevada que la media de los restantes países comunitarios, por lo que el nivel de dicho coeficiente no justifica por sí solo recurrir a la titulización. Sin embargo, aunque, *a nivel agregado*, la restricción que supone el coeficiente de solvencia no aparezca como determinante, puede serlo para algunas entidades, en concreto para aquellas de pequeño tamaño que operen en segmentos especializados del mercado en los que pueden alcanzar tasas de crecimiento que, en ausencia de titulización, exigirían una importante captación de recursos propios.

En segundo lugar, la posibilidad que ofrece la titulización de sacar fuera del balance a la vez un conjunto de préstamos y los pasivos correspondientes permite disminuir el nivel de recursos propios, reduciendo el coste medio ponderado del pasivo.

El coste de los recursos propios constituye un elemento importante que debe ser tomado en cuenta para evaluar los beneficios derivados de la titulización para las entidades de crédito. Dicho coste se entiende como el rendimiento antes del impuesto sobre beneficios derivado de una rentabilidad esperada igual a la suma de la correspondiente a la renta fija más una prima de riesgo. La práctica de los analistas es evaluar la prima de riesgo en un 6 por 100. Con ello, el rendimiento esperado de la renta variable es de un 19 por 100, cuando la rentabilidad de la renta fija se halla en el 13 por 100, lo cual representa un coste *antes de impuestos* igual a 29,23 por 100, sin tener en cuenta la deducción fiscal por doble imposición a que da derecho el dividendo (10).

En el estudio realizado por Rosenthal y Ocampo (1988), la estimación propuesta del coste de los recursos propios antes de impuestos para Estados Unidos es de un 25 por 100 para un nivel del coste de los recursos ajenos del 6,5 por 100. Así, aunque la evaluación que obtenemos pueda parecer elevada, no dista mucho de la efectuada por estos autores. En definitiva, dados los niveles actuales de los tipos de interés en España, en torno al 13 por 100, podemos considerar que el coste de los recursos propios debería situarse entre un 25 y un 30 por 100, siendo difícil determinar de forma rigurosa un valor más preciso.

El coste medio del capital para una entidad financiera podrá calcularse a partir del conjunto de estos datos. Efectivamente, si conocemos su porcentaje de recursos propios y la fracción de pasivos computables a efectos del coeficiente de caja, el coste medio viene determinado como la media de los costes de los distintos tipos de recursos multiplicados por sus porcentajes respectivos en el pasivo de la entidad. Para una entidad con un 8 por 100 de re-

CUADRO NUM. 1
EL EFECTO DE LA TITULIZACION
Y LOS COEFICIENTES BANCARIOS

| Tipo de interés | Reducción por coeficiente de caja | Reducción por recursos propios | Reducción total |
|-----------------|-----------------------------------|--------------------------------|-----------------|
| 15,00 | 0,12 | 1,29 | 1,41 |
| 14,00 | 0,11 | 1,23 | 1,34 |
| 13,00 | 0,10 | 1,17 | 1,27 |
| 12,00 | 0,09 | 1,11 | 1,20 |
| 11,00 | 0,08 | 1,05 | 1,13 |
| 10,00 | 0,08 | 0,98 | 1,06 |
| 9,00 | 0,07 | 0,92 | 0,99 |
| 8,00 | 0,06 | 0,86 | 0,92 |

Nota:

- Siendo
- r el tipo de interés
- cc el coeficiente de caja (3 por 100)
- PC el coeficiente de pasivos computables a efectos del coeficiente de caja (50 por 100)
- TIT el porcentaje de activos titulizados (50 por 100)
- P la prima por riesgo (6 por 100)
- t el tipo impositivo de la entidad (35 por 100)
- CRP el coeficiente de recursos propios (8 por 100),

la reducción por coeficiente de caja viene dada por:

$$\frac{r}{1 - cc \times PC} - \frac{r}{1 - cc \times PC \times (1 - TIT)}$$

y la reducción en el coste de los recursos propios por:

$$\frac{r + P}{1 - t} (CRP - CRP \times (1 - TIT)),$$

por lo que la reducción total es la suma de ambos componentes.

curso propios, suponiendo una titulización del 50 por 100 de la cartera, podemos calcular la reducción del coste de los recursos en función de los tipos de interés del mercado. El resultado aparece en la segunda columna del cuadro n.º 1.

2. Efecto sobre el coeficiente de caja

En segundo lugar, la titulización afecta al cómputo del coeficiente de caja. La ausencia de remuneración de los activos afectos a éste equivale a inmovilizar un porcentaje de recursos captados igual al valor del coeficiente de caja (3 por 100 en la actualidad). Sin embargo, sólo una parte de los pasivos de las entidades bancarias computan por coeficiente de caja, por lo que dicho efecto dependerá del porcentaje de pasivos en el total del balance. En el cuadro número 1, hemos supuesto que dicho porcentaje es del 50 por 100. Dicho efecto podrá verse reducido con cualquier nueva disminución en el valor del coeficiente de caja dentro del proceso de integración y homogeneización de las condiciones en que operan las entidades financieras dentro del mercado único.

Observamos que la titulización con plena cesión de deuda puede constituir una ventaja importante para las entidades de crédito en nuestro país, al reducir los recursos inmovilizados por el coeficiente de caja. Sin embargo, para que haya una ganancia neta para el conjunto de las entidades, *la cesión debe hacerse a entidades que no estén sometidas*

al coeficiente de caja. Si la cesión se hace a entidades sujetas a coeficiente de caja, el coste de los recursos *para el conjunto* de entidades de crédito no disminuirá.

Por lo tanto, la demanda de títulos emitidos por los FTH tiene que emanar de agentes no sujetos a coeficientes. Desde este punto de vista, es importante recalcar que el proceso de titulización vía FTH se ha concebido como dirigido hacia inversores institucionales. Los destinatarios de los títulos emitidos por los FTH son fondos de pensiones, compañías de seguros, IIC, así como no residentes. En cambio, la adquisición de dichos títulos por entidades de crédito o por sociedades y agencias de valores puede ser neutral a efectos del coeficiente de solvencia, cuando los préstamos hipotecarios originarios ponderen al 50 por 100, siempre que la calidad crediticia de dichos valores, a juicio de la CNMY, sea al menos igual que la de los créditos hipotecarios subyacentes, según señalan las Ordenes que regulan las normas de solvencia de ambos tipos de entidades: Orden de 30 de diciembre de 1992, artículo 3, 1 III) b), y Orden de 29 de diciembre de 1992, artículo 13, 1 c) 2), respectivamente. Hay que tener en cuenta que, como hemos visto anteriormente, los valores emitidos por un mismo FTH pueden tener una calidad crediticia muy diferente entre sí, en función de la distinta forma que se haya estructurado su emisión. Estos extremos afectan sensiblemente a la validez del análisis efectuado por Levenfeld y Sousa (1992) de lo que ambos autores denominan *titulización pasiva*; es decir, el mantenimiento en cartera de valores procedentes de la titulización de préstamos, en lugar de la concesión directa de tales préstamos (11).

3. La nueva estructura de la titulización hipotecaria

Además de las ventajas que se derivan de la posibilidad de transformar préstamos en operaciones fuera de balance, la titulización introduce una nueva dimensión en la financiación de los créditos hipotecarios concedidos.

La titulización puede adoptar modalidades distintas según se llegue a crear o no un amplio mercado para los activos titulizados. La primera de estas modalidades tiene ciertas ventajas sobre la segunda. El desarrollo de un mercado de activos titulizados suficientemente homogéneo podría permitir captar recursos a escala europea, con las ventajas que esto puede tener en términos de abaratamiento de los costes. Sin embargo, la creación de un mercado amplio limita las posibilidades de adaptar el producto emitido a las necesidades puntuales de los inversores; así, las posibilidades de fragmentar los riesgos y vender los títulos a inversores diferentes se verían limitadas por la necesidad de dar homogeneidad al mercado secundario. La nueva legislación ha fomentado las posibilidades de la *ingeniería financiera*

frente a una homogeneización que, de haber sido impuesta a escala normativa, hubiera podido no corresponder a las necesidades del mercado.

Sin embargo, la actual legislación impone un importante grado de disciplina en el mercado, al ser obligatoria la calificación crediticia, o *rating*, de los títulos por una entidad especializada, siendo ésta la primera vez en que se exige dicha calificación en la regulación de nuestro país (12). Además, a la seguridad y transparencia que aporta el proceso de *rating* se añade el respaldo implícito que se deriva de la supervisión de los fondos por parte de la CNMV. Ello puede contribuir a la creación de un mercado dotado de cierta transparencia en cuanto a las características de riesgo, que podría ser atractivo también para los inversores extranjeros.

Por otra parte, el proceso de titulización implica ciertos costes fijos de desarrollo de una tecnología informática y de una presentación más o menos homogénea de la información que facilite la obtención de una *rating*, o que disminuya su coste. Dichos costes se amortizarán sólo para un volumen de emisión suficientemente elevado. Para una entidad aislada, ello puede limitar su capacidad de recurrir a la titulización, por lo que, de hecho, la importancia de los costes fijos fomenta la cooperación dentro de una misma SGFTH de distintas entidades, lo cual es posible gracias al carácter obligatorio del *rating* (13). Ello puede tener un efecto muy positivo en cuanto al volumen y a la liquidez de las emisiones.

En cuanto a las posibilidades de *ingeniería financiera*, la propia Ley hace referencia detallada a ellas, que, por otra parte, son bastante comunes en otros mercados financieros más desarrollados (véanse Fabozzi, 1988; Stone, Zissu y Lederman, 1991; Shaw, 1991, y Morrissey, 1992; especialmente estas tres últimas referencias, donde se analiza la situación y perspectivas de diferentes países, en su mayor parte europeos). En particular, pues, es razonable pensar en:

a) la introducción de tramos con distinta relación de prioridad a la hora de recibir los intereses o el principal de los préstamos;

b) la transformación de flujos financieros, permutas financieras (*swaps*), contratos de seguros, o de reinversión a tipo de intereses garantizado.

La restricción impuesta por la coincidencia básica entre los flujos de fondos de los títulos emitidos con cargo a los FTH y las correspondientes participaciones puede, sin embargo, limitar las posibilidades de conversión de los flujos de pagos. No obstante, hay que tener muy en cuenta que el principio básico en que se fundamenta esta exigencia es el de eliminar, en lo posible, los riesgos que puedan emerger en el proceso de titulización, lo que, en determinados casos, apunta al empleo obligado de algunas de las técnicas mencionadas, que incluso podría ser im-

puesto expresamente por las normas reglamentarias de desarrollo de los FTH.

Por ejemplo, si los préstamos hipotecarios originarios están formalizados a tipo de interés variable, la emisión de títulos a tipo fijo con cargo a los FTH supone un evidente riesgo de desfase entre ambos, que puede ser objeto de control, no siempre total, por diversas técnicas financieras. En este sentido, suponiendo que dicha modalidad de emisión se considere necesaria, no parece apropiado el empleo aislado de técnicas que sólo limitan parcialmente dicho riesgo (14).

Asimismo, determinadas modalidades de títulos con cargo a los FTH pueden verse sometidas a una regulación más estricta que la existente en otros países. Así, la introducción de tramos cupón cero o con un rendimiento explícito muy bajo tiene que tener en cuenta, además del especial tratamiento fiscal a que se ve sometido este tipo de títulos, que, de acuerdo con la Orden de 14 de noviembre de 1989, los mismos entran dentro de los supuestos en los que no es aplicable el principio general de libertad de emisión, estando sometidos a autorización administrativa previa. Otro ejemplo podría derivarse de las prohibiciones señaladas anteriormente, que impiden a la entidad originaria de los préstamos garantizar, directa o indirectamente, incluyendo el seguro directo, el buen fin de las participaciones agrupadas en los FTH, lo que parece implicar el que esa misma entidad no pueda adquirir tramos subordinados de los títulos con cargo a los FTH, lo cual corresponde a una figura frecuentemente utilizada en otros países (15).

En definitiva, nuestra valoración de los FTH debe considerarse plenamente positiva. El nuevo marco normativo analizado en este trabajo introduce en nuestro país una titulización plenamente equiparable con la existente en otros mercados financieros. Ello significa que impone una disciplina a las entidades españolas en cuanto al empleo de una tecnología financiera relativamente variada y sofisticada. Significa también que permite una mayor competencia, que redundará en una disminución de los márgenes de intermediación actuales. Por lo tanto, la introducción de una verdadera titulización en nuestro país puede tener importantes efectos, al exigir, por parte de las entidades implicadas, una mayor eficiencia en la gestión de los recursos.

NOTAS

(1) A la luz de estos precedentes, podría considerarse que, dentro del Derecho español, los FTH no son el único camino posible para lograr la titulización secundaria de préstamos hipotecarios. Sin embargo, al ser los FTH la vía prevista expresamente por la Ley para esa finalidad, es la que menos problemas puede plantear desde diversas perspectivas. Por ejemplo, si a una sociedad anónima de titulización se le puede imponer en algún momento la obligación de consolidación —lo que destruiría una importante ventaja de la operación—, tal cosa no puede ocurrir con un FTH, por la propia naturaleza jurídica del fondo.

(2) Esta expresión se utiliza aquí en su más amplio sentido literal, correspondiendo a toda clase de activos. Con bastante frecuencia, sin embargo, la misma expresión aparece en la literatura anglosajona como forma de diferenciar los títulos respaldados por activos distintos de los créditos hipotecarios sobre viviendas de los títulos respaldados por éstos últimos créditos, para los que se suele emplear específicamente la expresión *mortgage-backed*.

(3) Esto no quiere decir que el rendimiento de la participación hipotecaria esté acotado superiormente por este último tipo de interés, ya que, en principio, aquélla se puede emitir con descuento.

(4) En relación con estos dos últimos puntos, el Real Decreto 1289/1991 amplía las posibilidades de acción ejecutiva por parte del titular de la participación, precisando los casos en los que puede instar del juez competente la incoación o continuación del procedimiento de ejecución hipotecaria, así como el trámite a seguir para ello. Si el inicio del procedimiento debe hacerse por el titular de la participación, por no efectuarlo el emisor de la misma dentro de los 60 días desde que fuera compelido a ello, quedarán subsistentes la parte del crédito no participado y las participaciones no ejecutadas como cargas preferentes, entendiéndose que el rematante las acepta y queda subrogado en la responsabilidad de las mismas, sin destinarse a su pago y extinción el precio del remate. Esta última condición persigue garantizar el derecho de cobro del titular de una participación, con independencia de lo que hagan al respecto tanto el emisor como los titulares de otras participaciones que puedan existir sobre el mismo crédito, lo cual debe motivar, en su caso, la diligencia de éstos a la hora de la ejecución del crédito.

(5) El Real Decreto 1289/1991 actualiza, aunque sin trascendencia práctica especial, la lista de entidades susceptibles de participar en el mercado hipotecario, todas las cuales pueden emitir participaciones hipotecarias: el Banco Hipotecario de España y las restantes entidades de crédito de capital público estatal; los bancos privados; las cajas de ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros; las entidades de financiación; las cooperativas de crédito; las sociedades de crédito hipotecario que cumplan los requisitos establecidos en el RDRMH. En esta relación, omitimos la mención expresa a la Caja Postal, ya que esta entidad puede encuadrarse perfectamente, en virtud de su estatuto jurídico actual, dentro del primero de los grupos enumerados.

(6) Las restantes participaciones hipotecarias se contabilizarán según el régimen general previsto en la norma 15 de la Circular 4/1991 para las transferencias y participaciones de activos, a cuyo texto nos remitimos.

(7) La denominación que, al parecer, se ha elegido para estos valores es la de *bonos de titulización hipotecaria*.

(8) Esta coincidencia de vencimientos constituye una importante restricción al régimen general de la participación hipotecaria, ya que, como hemos visto, la LRMH sólo exige que su vencimiento no sea superior al del préstamo originario. Cuestión distinta es el vencimiento de los títulos emitidos con cargo al FTH, que puede ser, en principio, cualquiera, siempre que el correspondiente a aquellos títulos que lo tengan más alejado en el tiempo coincida con la vida más dilatada de los préstamos originarios de las participaciones que constituyen el activo del FTH.

(9) En definitiva, los títulos emitidos con cargo a los FTH no gozan de ninguna ventaja fiscal, como tampoco lo hacen los fondos como tales, aunque la sujeción plena al Impuesto de So-

ciudades de éstos debe considerarse más bien testimonial, ya que tenderán a registrar, por su propia naturaleza, un beneficio muy próximo a cero. Al funcionar los FTH como fondos de reparto, sin perjuicio de que puedan proporcionar una rentabilidad adicional sobre otras alternativas con una elevada seguridad, los títulos emitidos con cargo a ellos no resultan fiscalmente muy atractivos para los inversores particulares que, en principio, pudieran ser sus destinatarios más apropiados: aquellos con un nivel mínimo de sofisticación y, por tanto, de renta personal. En cambio, estos títulos deberían tener buena acogida por parte de determinados inversores no residentes, bien por contar su país con un tratado de doble imposición con España o, todavía mejor, por tratarse de un residente habitual en otro estado miembro de la CE, ya que en este último caso disfrutan de exención total. En ambos casos se incluyen prácticamente todos los países con los que España mantiene una más estrecha relación financiera. Esta circunstancia debe considerarse positiva de cara a la proyección internacional de las entidades originarias de los préstamos implicados en el proceso de titulización, especialmente si éste va acompañado de una alta calificación crediticia.

(10) En Freixas y Valero (1991b), se introduce dicha deducción y se establece que su efecto es despreciable frente al nivel de error que presenta la prima de riesgo.

(11) Otra limitación del análisis de estos autores es la falta de consideración del efecto sobre el coeficiente de caja de los pasivos a los que pueda desplazar el proceso de titulización.

(12) La calificación crediticia presenta especial complejidad en el caso de los valores emitidos con cargo a los FTH, lo que la hace más necesaria en la práctica de los mercados. Véase la sección 12 de Stimpson (1991), obra que constituye el manual básico de Moody's, una de las principales agencias calificadoras del mundo.

(13) Un criterio tradicionalmente exigido para obtener una buena calificación crediticia en este tipo de títulos es un elevado grado de diversificación geográfica de los préstamos objeto de la titulización, lo cual debe fomentar la cooperación entre entidades especializadas territorialmente, como es el caso de la mayor parte de las cajas de ahorros españolas.

(14) Este sería el caso de la utilización de tramos que sólo dan derecho al flujo residual en relación con una emisión de títulos a tipo fijo con cargo a un FTH cuyos préstamos originarios están formalizados a tipo variable, ya que, en una coyuntura bajista de tipos de interés, si éstos descienden suficientemente, podría no ser posible atender los compromisos derivados del tramo a tipo fijo.

(15) Hay que tener en cuenta que con esta adquisición se persigue que la entidad originaria de los préstamos siga vinculada de algún modo al buen término de éstos, reduciendo o eliminando posibles conflictos de interés con los inversores finales. No obstante, esta misma finalidad se puede conseguir también con participaciones hipotecarias que supongan un porcentaje inferior al 100 por 100 de cada préstamo.

REFERENCIAS

- CARRASCOSA MORALES, Antonio (1991), «El inicio de la titulización del mercado hipotecario español», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, n.º 2.302, 18-24 noviembre, páginas 3.687-3.693.

- FABOZZI, Frank J. (ed.) (1988), *The handbook of mortgage-backed securities*, Probus, Chicago.
- FREIXAS, X.; AGUILA, J.; PUCH, L., e INURRIETA, A. (1991a), *El mercado hipotecario español. Situación actual y proyecto de reforma*, FEDEA, Madrid.
- FREIXAS, X., y VALERO, F. J. (1991b), «La titulización en España», FEDEA, Madrid, *Documento* 91-17.
- (1991c), «A reflection on securitisation in the Spanish market», en STONE, ZISSU y LEDERMAN (eds.), cap. 37, págs. 477-491.
- LEVENFELD, G., y SOUSA, R. (1992), «Cuándo y por qué titular», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, n.ºs 18-19, abril, págs. 151-166.
- LEWIS, MARK (1991), «Bank enhancements and subordinate debts», en SHAW (ed.), cap. 13, págs. 172-187.
- LLORENS, J., y LANZÓN, L. (1991), «Asset-backed financing in Spain», en STONE, ZISSU y LEDERMAN (eds.), cap. 36, págs. 469-475.
- MORRISSEY, HELENA (ed.) (1992), *International securitisation*, IFR, Londres.
- ROSENTHAL, J., y OCAMPO, J. (1988), *Securitization of credit. Inside the new technology of finance*, MacKinsey & Co.
- SHAW, ZOE (ed.) (1991), *International securitisation. The scope, development and future outlook for asset-backed finance*, Macmillan, Houndmills.
- STIMPSON, DAVID (ed.) (1991), *Global credit analysis*, IFR, Londres.
- STONE, C.; ZISSU, A., y LEDERMAN, J. (1991), *Asset securitisation: theory and practice in Europe*, Euromoney, Londres.