

PROBLEMAS Y SOLUCIONES TECNICAS DEL PROCESO DE CONVERSION DE FLUJOS FINANCIEROS DERIVADOS DE LA TITULIZACION DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS

Guillermo KESSLER SAIZ
José Luis DEL RIO GALAN

I. INTRODUCCION

Durante los últimos años las entidades financieras españolas han venido demandando un nuevo marco jurídico que les permita desarrollar nuevas alternativas de financiación de préstamos hipotecarios. Dicha demanda persigue solventar los principales problemas con los que se han enfrentado las entidades españolas: la imposibilidad de crecimiento sin incrementar recursos propios, la dificultad de encontrar financiación al mismo plazo que los créditos concedidos, y la concentración de riesgos.

Por otra parte, el Gobierno ha estado interesado en estimular la competencia entre entidades, al objeto de conseguir un abaratamiento de los préstamos hipotecarios.

Las circunstancias mencionadas han motivado el desarrollo de la normativa necesaria para que pueda llevarse a cabo la titulización de préstamos hipotecarios.

La titulización consiste básicamente en transformar las carteras de préstamos hipotecarios en valores de renta fija negociables en los mercados de capitales con la finalidad de que sean adquiridos por inversores institucionales, quedándose el emisor de las participaciones como administrador de los préstamos participados.

De este modo, al traspasar a los inversores finales el derecho de crédito junto con todos los riesgos inherentes al mismo, la entidad financiera (el «originador») elimina el riesgo de financiación y puede seguir creciendo sin limitaciones de recursos propios. Por tanto, la titulización debe entenderse como una estrategia según la cual el originador se especializa en la concesión y administración de préstamos hipotecarios, cediendo el riesgo y el margen financiero a los inversores,

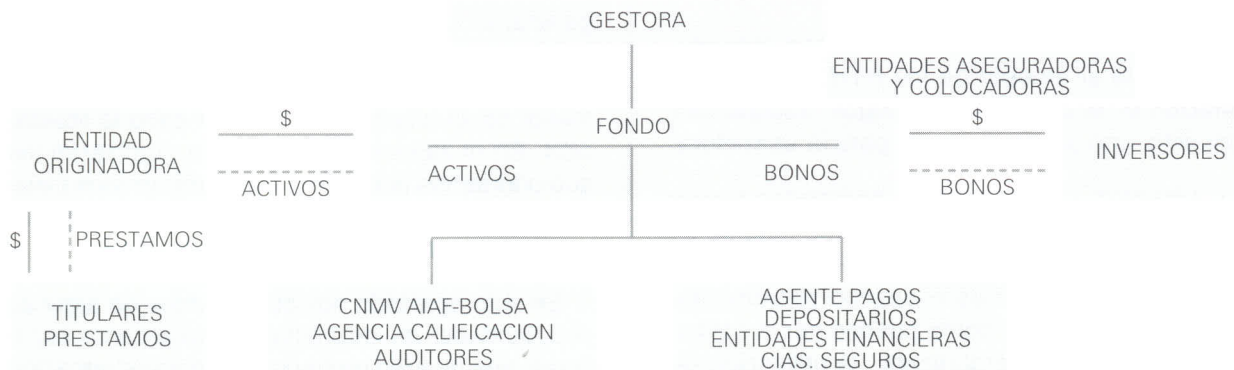
pero conservando una comisión de administración no sujeta a riesgo. Es, en definitiva, una alternativa a las ampliaciones de capital como base del crecimiento o, visto desde otra óptica, una forma de aumentar el rendimiento sobre unos recursos propios dados a fuerza de rotar el activo.

El esquema básico de la titulización, tal y como se refleja en el esquema 1, consiste en emitir unas participaciones sobre una serie de préstamos hipotecarios, traspasar dichas participaciones a un vehículo, que en España se ha denominado Fondo de Titulización Hipotecaria, y emitir con cargo a dichas participaciones unos títulos de renta fija que serán colocados entre los inversores.

Es de resaltar que cualesquiera que sean las características de la cartera de préstamos hipotecarios siempre es posible diseñar una estructura que permita emitir unos bonos con las características requeridas por los emisores. El problema es de costes. Cuanta menor información se disponga de la cartera, cuanto menos estandarizados estén los contratos de préstamo, cuanto menos correlacionado esté el tipo de interés de referencia de los préstamos con los estándar del mercado monetario, etc., tanto más costoso será transformar el flujo de caja de la cartera de participaciones hipotecarias en un flujo que entiendan y demanden los inversores de los mercados de renta fija.

En el siguiente apartado analizaremos qué características deben reunir los títulos a colocar entre los inversores, qué problemas y riesgos se derivan de las participaciones hipotecarias y qué transformaciones deben realizarse para hacerlas atractivas a los inversores. Esta necesidad de transformar las participaciones es lo que ha hecho imprescindible la utilización del Fondo de Titulización Hipotecaria como vehículo intermedio entre el originador y los inversores.

ESQUEMA 1



II. PROBLEMAS Y SOLUCIONES TECNICAS DEL PROCESO DE CONVERSION DE FLUJOS FINANCIEROS DERIVADOS DE LA TITULIZACION DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS

En el presente apartado pretendemos analizar los siguientes aspectos:

- 1) Características de los títulos demandados por el mercado.
- 2) Peculiaridades de los préstamos hipotecarios en España.
- 3) Proceso de transformación de los flujos procedentes de los préstamos hipotecarios.

1. Características de los títulos demandados por el mercado

Dado que la finalidad básica de la titulización consiste en transformar préstamos hipotecarios en títulos que se negocien en los mercados de renta fija, vamos a analizar qué características de los títulos valoran los inversores a la hora de tomar decisiones de compra y los problemas que pueden surgir en los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH).

Los principales elementos a considerar son:

- *Seguridad en el pago.* Mientras que en un bono emitido por una empresa la seguridad en el pago viene condicionada por la solidez de su balance y las perspectivas futuras de negocio, en el caso de una cartera de préstamos hipotecarios la seguridad depende de que los prestatarios hagan frente a sus obligaciones puntualmente y, en consecuencia, habrá que tener prevista la cobertura de situaciones de morosidad y fallidos.

En general, se entiende por morosidad un retraso en el pago inferior a noventa días. Un porcenta-

je importante de estos retrasos se debe a errores y cuestiones puramente técnicas, que se resuelven durante el mes siguiente a la fecha de pago. El resto se explica por dificultades transitorias del prestatario que se resuelven en el plazo mencionado anteriormente.

En fallidos se incluyen aquellos impagos considerados, en principio, como definitivos y en los que se inicia el procedimiento dirigido a la ejecución de la garantía real del préstamo. Dadas las características de las garantías de los préstamos en España y los usos y costumbres del mercado hipotecario español, el porcentaje de fallidos en España es muy bajo en comparación con el de otros países.

La cobertura de los fallidos y morosidad supone un coste para la estructura del Fondo, que dependerá, lógicamente, de la experiencia histórica de la cartera y del grado de seguridad con que se quiere dotar al Fondo.

- *Regularidad en el pago.* En los bonos clásicos, los pagos de cupón y principal están perfectamente predeterminados en el momento de la emisión. No es éste necesariamente el caso de los Bonos de Titulización Hipotecaria, que pueden sufrir alteraciones en el calendario de pagos por posibles amortizaciones anticipadas, o en el caso de préstamos con cálculo de cuota según el sistema francés, por variaciones en los tipos de interés.

La posible irregularidad en el calendario de pagos es especialmente relevante en el caso de que los Bonos de Titulización Hipotecaria paguen un tipo de interés fijo, pues el precio del bono dependerá de cuál sea el calendario de amortización definitivo. Es por ello que los BTH con tipos de interés fijo suelen ser demandados por instituciones de inversión más agresivas —dispuestas a aceptar un mayor riesgo a cambio de la expectativa de un mayor beneficio— mientras que los que

tienen tipo de interés variable suelen estar en carteras más conservadoras.

Sin embargo, es posible diseñar una estructura que aisle al tenedor de los BTH de cualquier variación en el calendario de pagos, aunque, por supuesto, con un mayor coste para la estructura.

- *Liquidez.* Los inversores demandan títulos relativamente líquidos, especialmente cuando se trata de títulos a muy largo plazo. Para asegurarles una cierta liquidez es necesario instrumentar una serie de medidas como pueden ser la cotización en un mercado organizado, la utilización de sistemas de contrapartida, la organización de subastas periódicas, etc., o, alternativamente, pagar una prima mayor que retribuya la falta de liquidez.

- *Rentabilidad.* Dada la complejidad de este tipo de operaciones y el elevado número de variables que pueden influir en el comportamiento de estos títulos, los inversores exigen una prima sobre la rentabilidad ofrecida por otros títulos de similares características.

La prima vendrá determinada en última instancia por el *rating* que se otorgue a la emisión. Las empresas especializadas en la calificación de estas emisiones valoran la consistencia de toda la estructura, es decir, la capacidad del Fondo de hacer frente a sus obligaciones. Se considerará, en consecuencia, no sólo las protecciones que se hayan introducido para hacer frente a los posibles fallidos, morosidad o a las diferentes transformaciones (pagos mensuales en semestrales, referencias distintas de tipos de interés en activo y pasivo, etc.), sino la capacidad de todas las entidades vinculadas al Fondo (agentes de pagos, gestora, proveedores de líneas de crédito, administrador de los préstamos, etc.) de cumplir con la misión que tienen encomendada durante toda la vida del Fondo.

2. Peculiaridades de los préstamos hipotecarios en España

Dado que los préstamos hipotecarios son la base de los títulos que emitirá el Fondo de Titulización, cuanto mayor sea la calidad de la cartera de préstamos y más parecidos sean éstos a los títulos a emitir, menores y más baratas serán las transformaciones a introducir, por lo que el proceso de titulización se simplificará y abaratará considerablemente.

La política comercial de las entidades prestamistas en España se ha centrado como regla general en satisfacer las necesidades de los prestatarios en cada momento, lo que ha motivado una falta de estandarización que se traducirá en un mayor coste a la hora de llevar a cabo la titulización. En el siguiente apartado se analizarán las que podríamos denominar transformaciones clásicas, es decir, las derivadas de fallidos, morosidad, prepagos y variación en los tipos de interés.

En este apartado nos centraremos en algunas peculiaridades de los préstamos hipotecarios españoles, que pueden requerir alguna transformación adicional, y que posiblemente desaparezcan en un futuro cuando las entidades adapten su política de concesión de préstamos al objetivo de titular.

Renuncia a la notificación en caso de cesión de los créditos

Es esencial la inclusión de una cláusula en el contrato de préstamo en virtud de la cual el prestatario renuncia, para el caso de cesión del crédito efectuada por la entidad, a la notificación prevista en el artículo 149 de la Ley Hipotecaria. En caso contrario, la necesidad de tener que notificar a cada prestatario podría dificultar y encarecer la operación hasta tal punto que podría llegar a ser inviable.

Fecha de pago de los préstamos

Aunque no es habitual, existen carteras que no concentran los pagos en una única fecha de pago al mes, sino que se paga los 365 días del año, dependiendo de cuándo se formalizó cada uno de los préstamos. En caso de titulización, el Fondo debería asumir el riesgo de reinversión derivado de las distintas fechas de cobro y pago, pudiendo resultar su cobertura muy costosa.

Con la finalidad de evitar problemas administrativos y de diseño es conveniente que el originador tenga una sola fecha de pago de todos los préstamos de su cartera (mensual, trimestral, semestral, etcétera, en función de la periodicidad de pago por la que se opte). No obstante, si el tamaño de la cartera así lo exigiera, podría optar por concentrar todos los pagos en varias fechas; en dicho caso, en el momento de la titulización se dividiría la cartera en tantos tramos como fechas de pago por períodos hubiera, y se titularía por tramos.

Sistema de cálculo de la cuota

En principio se pueden titularizar todos los préstamos; no obstante, el sistema de cuota de amortización fija (o al menos predeterminada) simplificaría considerablemente el diseño del pasivo, ya que permitiría asegurar a los tomadores de títulos un calendario de amortización fijado en el momento de la emisión, y sólo sería necesario cubrir el riesgo de prepagos. El sistema más generalizado en España es el llamado «francés», que calcula una cuota fija (amortización más intereses) hasta vencimiento, dados unos determinados tipos de interés. Si el tipo es variable, se recalcula la cuota en cada revisión de tipos, por lo que el calendario de amortización de principal varía.

Periodicidad en el pago de la cuota

La mayoría de los préstamos hipotecarios en España tienen pagos mensuales. Sin embargo, los inversores pueden exigir una prima adicional en el caso de títulos con pagos mensuales, por lo que en principio el pasivo a emitir tenderá a tener una periodicidad de pago superior (trimestral, semestral e incluso anual). Si existe un desfase entre la periodicidad en cobros y pagos del Fondo de Titulización se produce un riesgo de reinversión que es necesario cubrir y que, de nuevo, es un coste a añadir.

Tipos de interés

Los inversores españoles prefieren en este momento títulos a tipo de interés fijo; sin embargo, nos encontramos con los siguientes problemas a la hora de diseñar un pasivo a tipo de interés fijo:

— La mayor parte de los préstamos hipotecarios concedidos actualmente en España son a tipo de interés variable, por lo que no es fácil crear una cartera de préstamos titulizables a tipo fijo. Esta circunstancia se podría resolver utilizando préstamos a tipo variable e introduciendo un *swap* de tipo de interés; sin embargo, la incertidumbre de los flujos procedentes de estos préstamos dificulta y encarece la realización del *swap*.

— No todos los préstamos a tipo fijo son titulizables, ya que es posible que no exista suficiente margen. Por tanto, podría darse el caso de que una entidad apostara por conceder préstamos a tipo fijo con la intención de titularizar y que no pudiera hacerlo como consecuencia de un incremento

en los tipos de interés en el período que transcurre entre la concesión de los préstamos y su titulización.

— Los bonos de titulización a tipo fijo incorporan un elevado riesgo de reinversión como consecuencia de los prepagos.

Por otra parte, respecto a la titulización de préstamos hipotecarios a tipo de interés variable conviene tener en cuenta lo siguiente:

— Es preferible que toda la cartera del originador se revise a la vez, ya que de este modo se evita que haya varios tramos en el pasivo emitido por el Fondo de Titulización. No obstante, si el tamaño de la cartera lo justifica podría plantearse la revisión por tramos.

— En principio es preferible que no haya una única fecha de revisión del tipo de interés al año, ya que, en caso de que en dicha fecha los tipos de interés estuvieran distorsionados, sería necesario mantener durante todo un año tipos fuera de mercado.

— El tipo de referencia debe estar lo más correlacionado posible al tipo al que se emite el pasivo; es decir, MIBOR.

— Es necesario asegurarse de que el tipo sustitutorio que se establezca en la escritura de préstamo permitirá mantener, en su caso, el margen necesario para poder titularizar.

— Establecer la obligatoriedad del prestatario de amortizar a la mayor brevedad posible en el caso de que éste no aceptara el nuevo tipo de interés fijado tras una revisión de tipos.

Amortización anticipada

La amortización anticipada de los préstamos puede suponer un problema de reinversión en el caso de préstamos a tipo de interés fijo, por lo que es conveniente introducir una penalización con finalidad disuasoria y para compensar el perjuicio que se puede producir ante una amortización anticipada.

Por otra parte, es importante que la penalización aplicada sea igual para todos los préstamos, ya que de este modo se facilita la previsión de los flujos a percibir por el originador ante diferentes hipótesis de amortizaciones anticipadas.

En relación con los préstamos a tipo de interés variable, lo ideal sería hacer coincidir las amortizaciones anticipadas con las fechas de revisión de

ESQUEMA 2

PROBLEMA	CAUSA	CONSECUENCIA	SOLUCION
Mora	Impagos transitorios	Ilquidez	Deuda principal/subordinada Línea de crédito Sobredimensionamiento
Fallido	Impagos definitivos	Ilquidez/insolvencia	Deuda principal/subordinada Caución Sobredimensionamiento Carta de crédito
Variación de tipos	Variación tipo de referencia	Alteración calendario de pagos	<i>Pass through</i> Emisión varias series Línea de inversión garantizada Emisión a c. p. Línea de crédito
Amortización anticipada	Venta de la casa Ingreso excepcional prestatario Variación de tipos, etc.	Excedente de tesorería	Recompra de títulos Amortización anticipada pasivo Compra nuevas participaciones Línea de inversión garantizada <i>Pass through</i>
Beneficio en el fondo	Evolución positiva de las anteriores circunstancias	Impuesto sobre sociedades	Comisión variable Bono residual

los tipos de interés. En el caso de que esto no fuera posible por no encontrarlo operativo ni comercial, sería conveniente, al menos, hacer coincidir la fecha de revisión con una fecha de pago de principal e intereses.

3. Proceso de transformación de los flujos procedentes de los préstamos hipotecarios

En los apartados anteriores hemos analizado las peculiaridades que puede tener una cartera de préstamos hipotecarios. Asimismo, nos hemos planteado las características esenciales que deberán reunir los títulos emitidos por un Fondo de Titulización Hipotecaria.

Del análisis anterior se deduce que pueden surgir importantes discrepancias entre el activo y el pasivo del Fondo, por lo que será necesario introducir una serie de mecanismos en el Fondo que contribuyan a mitigar las posibles discrepancias.

En el esquema 2 resumimos los problemas típicos que pueden surgir en un proceso de titulización (derivados de las características del activo o de las discrepancias entre activo y pasivo), y proponemos una serie de soluciones a los mismos. A los problemas anteriores habría que añadir los comentados en el apartado anterior, que se resuelven generalmente utilizando los mismos instrumentos que aquí se detallan. En función de las características del activo, del producto demanda-

do por el mercado, del *rating* de la emisión que se pretenda obtener y del coste que se desea asumir se optará por una o varias de las soluciones propuestas.

A continuación analizamos brevemente los problemas mencionados en el esquema 2 y las soluciones propuestas:

Morosidad de los préstamos

Dado que los únicos ingresos con los que contará el Fondo de Titulización son los procedentes de las participaciones hipotecarias, el retraso en el pago de principal e intereses por parte de los prestatarios da lugar a una situación transitoria de ilquidez en el Fondo. Para evitar que dicha situación impida al Fondo afrontar los pagos comprometidos en las fechas previstas es necesario adoptar alguna de las medidas siguientes:

- *Línea de crédito*. Su finalidad es hacer frente a necesidades temporales de liquidez, pero en ningún caso se utilizaría para solucionar problemas de insolvencia.
- *Sobredimensionamiento*. Consiste en que el FTH adquiera un volumen de participaciones hipotecarias superior al volumen de títulos emitidos, o en ceder al Fondo un margen superior al necesario para afrontar todos los pagos. Su finalidad es constituir un Fondo de Reserva dentro del propio Fondo que permita cubrir a los tenedores de títulos de retrasos en el pago o de insolvencias motivadas por la existencia de préstamos fallidos.

- *Deuda principal/deuda subordinada.* El tramo principal está protegido por el subordinado que absorbe la morosidad. Cuanto mayor el tamaño de la serie subordinada más improbable es que la principal sufra retrasos en los pagos. La proporción deuda principal/subordinada viene determinada, en última instancia, por la agencia de calificación en función del *rating* que se desee tenga la emisión.

Dado que la morosidad es un problema transitorio, bastaría con una solución que permitiera obtener temporalmente liquidez; por ello, salvo que se persiguiera adicionalmente proteger a los inversores de una posible insolvencia, la alternativa más recomendable consistiría en disponer de una línea de crédito.

Fallidos de los préstamos hipotecarios

En el caso de que uno de los prestatarios deje de pagar y resulte insolvente, la única garantía con la que cuenta el Fondo es el inmueble hipotecado. Sin embargo, puede transcurrir mucho tiempo desde el momento en el que se produce el fallido hasta que el Fondo recupera su deuda, intereses y gastos en los que ha incurrido, lo que impediría al Fondo cumplir sus compromisos de pago en el calendario previsto. Asimismo, podría darse el caso de que el Fondo no recuperara la totalidad de las cantidades que le son debidas, por lo que no tendría fondos suficientes para afrontar todos los compromisos asumidos. Ante estos problemas podría optarse por diversas alternativas, entre las que destacamos las siguientes:

- *Caución.* Garantiza el buen fin de los activos titulizados, de forma que en el caso de que se produzca un fallido la Compañía Aseguradora aportará las cantidades impagadas.

- *Carta de crédito.* Es una alternativa a la caución. Mediante una carta de crédito irrevocable un banco garantiza al FTH, cubriendo pérdidas hasta un límite determinado.

Asimismo, podría optarse por utilizar las alternativas de sobredimensionamiento y estructura de deuda principal y deuda subordinada descritas anteriormente.

Variación de los tipos de interés

En el caso de préstamos a tipo de interés variable el calendario estimado de cobros de principal

puede verse afectado ante una variación de los tipos de interés; por ello, a la hora de diseñar el pasivo del Fondo habrá que optar por alguna de las siguientes alternativas:

- Asegurar a los inversores un calendario de cobros de principal, lo que implicaría tener previstas una serie de medidas que permitieran ajustar los fondos disponibles al calendario de pagos previsto. Algunas de las medidas a utilizar podrían ser las siguientes:

- *Emisión de varias series.* Esta estructura permite emitir una serie con un calendario de pagos predeterminado cuya estabilidad está asegurada por otra serie que soporta las variaciones en el calendario.

- *Emisiones sucesivas de títulos a corto plazo.* Consistiría en emitir títulos al mismo plazo que el período de revisión de los tipos de interés. Dado que los préstamos hipotecarios tienen un vencimiento superior, sería necesario contar con una *back up* que facilitara los fondos necesarios para amortizar los títulos de cada emisión a su vencimiento en el caso de que no pudieran colocarse los títulos de la nueva emisión.

- *Línea de crédito y línea de inversión a un tipo garantizado.* La línea de crédito permite obtener los fondos necesarios en el caso de que, ante un incremento de los tipos de interés, las cantidades obtenidas por principal sean inferiores a las previstas. Adicionalmente, la línea de inversión a tipo garantizado permite reinvertir a un tipo predeterminado los excesos de principal recibidos ante una caída en los tipos de interés.

- No asegurar a los inversores un calendario de pagos y proceder a amortizaciones en función de la disponibilidad de fondos. Este es el caso de una emisión *pass through*, que consiste en transferir directamente a los tenedores de los títulos los pagos efectuados por los prestatarios de hipotecas, una vez descontadas las comisiones de administración y gestión.

Amortizaciones anticipadas

La amortización anticipada de los préstamos hipotecarios genera un problema de reinversión al Fondo de Titulización; por ello deben preverse soluciones en el momento de diseñar la estructura del Fondo. Al igual que ocurría ante un problema de variación de tipos de interés, el Fondo podrá optar por diversas soluciones:

— Mantener un calendario de pagos a los inversores, a pesar de producirse amortizaciones anticipadas en los préstamos. Esto es especialmente importante en el caso de emisiones a tipo fijo, ya que el prepago puede ocasionar al inversor un grave quebranto ante caídas en los tipos de interés, al no poder encontrar activos que ofrezcan una rentabilidad comparable a la del título prepago. Para poder mantener el calendario establecido debe estar prevista:

- Bien la *recompra de títulos*, bien la *compra de nuevas participaciones*. Las dos medidas persiguen reinvertir los fondos obtenidos por la amortización anticipada de los préstamos en activos que permitan recomponer el equilibrio entre activo y pasivo.

Alternativamente podría utilizarse una *línea de inversión a tipo garantizado*, al igual que ocurría en el caso de reducciones en los tipos de interés.

— No mantener un calendario asegurado de pagos y proceder a prepagar a los bonistas ante amortizaciones anticipadas de los préstamos hipotecarios.

Tributación por el Impuesto sobre la Renta de Sociedades

La Ley 19/92 incluye dentro del régimen general del Impuesto sobre la Renta de Sociedades a los Fondos de Titulización. En el caso de que, como consecuencia de la favorable evolución de las distintas variables que afectan al Fondo, se produzca un beneficio en un ejercicio, podría optarse por una de las siguientes alternativas con la finalidad

de evitar que se vulnere la neutralidad fiscal que se persigue en este tipo de operaciones:

- *Comisión variable*. Consistiría en distribuir anualmente al originador una comisión variable por la cuantía equivalente a la diferencia entre ingresos y gastos de cada ejercicio.

- *Bono residual*. Persigue la misma finalidad que la comisión variable; es decir, distribuir el remanente que genere el Fondo a lo largo de toda su vida.

III. CONCLUSIONES

A lo largo de nuestra exposición hemos analizado la razón de ser de la titulización, que pone en contacto a inversores y originadores y permite a éstos seguir originando préstamos hipotecarios sin verse limitados por los recursos propios ni por la financiación. Asimismo, hace posible la diversificación de riesgos entre los diferentes agentes que participan en el proceso, lo que permitirá abaratar los préstamos hipotecarios.

Por otra parte, hemos visto que es posible titular cualquier préstamo hipotecario, aunque en función de la calidad y homogeneidad de la cartera será necesario realizar más o menos transformaciones, y como consecuencia, el coste será mayor o menor. Por eso la mejor forma de que la titulización alcance un desarrollo suficiente y suponga una alternativa verdaderamente competitiva es la adopción de medidas por parte de las entidades prestatarias que lleven a la homogeneización y estandarización de los préstamos hipotecarios.