

LA MEJORA CREDITICIA

Angel ALMOGUERA

I. INTRODUCCION

La mejora crediticia constituye un aspecto esencial de la titulización crediticia al hacer posible que ésta efectivamente suponga una redistribución de los riesgos inicialmente asumidos por la entidad crediticia, cedente de las operaciones titulizadas. Al amparo del fenómeno de la titulización se ha desarrollado internacionalmente toda una industria mejoradora que implica tanto a entidades financieras como aseguradoras, y cuya actuación permite una valoración eficaz y de mercado de los riesgos inherentes al circuito de financiación bancaria.

Pretendemos analizar las diferentes modalidades de mejora crediticia que se ofrecen en las emisiones de titulización, considerando previamente cuáles son los riesgos que concurren y, en consecuencia, deben ser objeto de cobertura. Finalmente se ofrece una valoración global de la aplicación práctica de las distintas modalidades, con una referencia a la todavía incipiente experiencia española.

II. LOS RIESGOS SOPORTADOS POR EL INVERSOR

La titulización comporta la segmentación o distribución de los riesgos iniciales asumidos por la entidad financiera cedente, constituyendo esa distribución uno de los efectos más relevantes y caracterizador además del propio proceso. La titulización trae consigo una reasignación de los riesgos concurrentes en la inversión crediticia objeto de transferencia, buscando a los operadores más aptos para asumir los mismos. En este apartado nos ocupamos de aquellos elementos que configuran el riesgo (1) global soportado por el inversor que adquiere valores derivados de una emisión de tituli-

zación (ET), riesgo que se manifiesta esencialmente en la no percepción, en la cuantía y calendario establecidos, de los pagos de principal e intereses.

Los factores de riesgo que asume el conjunto de inversores, adquirentes de títulos respaldados por activos crediticios, no coinciden exactamente en su naturaleza y en importancia económica con los efectivamente traspasados por la entidad cedente. Es más, si consideramos los elementos de riesgo que concurren en la inversión teórica que realizase un agente distinto de una entidad crediticia en préstamos bancarios, suponiendo transmisión plena, tampoco estos elementos son idénticos a los soportados por el inversor final de una ET. La inversión pura consistente en la adquisición de una cartera de préstamos originados por entidades crediticias, susceptibles de titulización, entraña la asunción de unos factores de riesgo no coincidentes ni en naturaleza ni en magnitud económica con los que afronta el inversor que adquiere valores procedentes de un proceso de titulización. Estos últimos son los que vamos a exponer, una vez que definamos cinco condiciones delimitadoras de nuestro análisis.

1) Los factores que se van a tratar afectan a la corriente de flujos que recibe el Fondo de Titulización (FT) y acaba destinando a los inversores, por lo que deben protegerse en el ámbito de actuación del mismo. Además el FT no sólo realiza una función de intermediación, sino que también desempeña una función de transformación (2) de tipos y plazos introduciendo una nueva dimensión en los factores de riesgo. No se atiende, por tanto, directamente en este epígrafe a la protección de los riesgos que son consustanciales a la tenencia de títulos de renta fija, como son el de tipos de interés, liquidez, insolvencia y fiscalidad, cuya estimación y cobertura corresponde en definitiva al inversor individual o institucional, de igual forma que si comprase Deuda pública o pagarés de empresa.

2) La protección que se pretenda alcanzar en cada ET tendrá como límite máximo la calificación otorgada a los títulos de riesgo crediticio nulo identificados con las emisiones de Deuda del Tesoro. Ahora bien, aunque la estructura concebida sea acreedora de la máxima solvencia, no significa que el mercado vaya a demandar el mismo nivel de rentabilidad (3), sino que ya entran en juego otros factores distintos dependiendo además del grado de madurez del mercado en que se lance la emisión de titulización.

3) Los procedimientos de mejora crediticia que expondremos en los siguientes epígrafes van dirigidos a neutralizar los efectos negativos que se derivan para los tenedores de los valores por la incidencia de los factores que describiremos a continuación. Pero esta protección puede ser igual para todos los inversores o bien discriminar a unos frente a otros, lo cual conlleva una nueva redistribución del riesgo, dependiendo, este diferente tratamiento de los compradores, del mecanismo de cobertura elegido.

4) La titulización puede implicar alteraciones en la posición de riesgo de la entidad crediticia cedente, originadora de los préstamos traspasados, y en la posición de los deudores o prestatarios. Los efectos sobre la primera desbordan este trabajo y deben ser tratados al considerar los efectos de la titulización sobre la entidad cedente. Para los deudores, baste una simple referencia, ya que el impacto debe ser mínimo y sin suponer un empeoramiento en su posición contractual. El deudor puede sufrir perjuicio económico si el cesionario (la sociedad gestora en representación del FT) endurece las condiciones financieras de la operación a través del tipo de interés o de determinadas comisiones como la de administración o la de cancelación anticipada. No obstante, estas modificaciones deben estar expresamente autorizadas en el contrato de préstamo formalizado entre la entidad crediticia y el prestatario y, por lo tanto, aceptadas por éste. Es infrecuente que estas modificaciones acontezcan debido a que la administración de las operaciones y, por ende, la relación con el cliente la mantiene la entidad cedente y no querrá que se produzcan alteraciones que perjudiquen la relación contractual.

Además, la legislación protectora de consumidores y usuarios tiende a proteger a los adherentes frente a aquellas condiciones que, por implicar modificaciones unilaterales y arbitrarias, se revelen como condiciones abusivas de la contratación.

5) Los distintos factores que abordamos pueden disminuir, si no son contrarrestados, la liqui-

dez disponible para que el FT cumpla sus compromisos de pago, pero este efecto fundamental tiene distinta naturaleza que el riesgo de liquidez estricto que soportan los compradores de los valores procedentes de la ET (4). Este riesgo, cuya cobertura queda fuera del marco de la mejora crediticia, es común al resto de valores mobiliarios y depende de la profundidad y eficiencia de los mercados secundarios. Es diferente el margen entre precios de compra y venta que rige en el mercado estadounidense para las ET que el vigente para mercados más recientes como el inglés o el francés. Dentro del mismo mercado nacional americano, también operan diferencias según el tipo de operaciones titulizadas, incluso se constatan diferencias si nos centramos sólo en el conjunto de los valores de titulización hipotecaria.

La consecución de un mayor grado de liquidez depende de aspectos tales como el marco normativo existente respecto a la emisión y negociación de valores, la homogeneidad de los títulos emitidos y su grado de analogía con otros valores públicos y privados negociados, la conectividad con otros mercados internacionales, la fiscalidad y gastos que gravan las transmisiones, la implantación del *rating* y la apreciación del mismo por los inversores y, en general, los demás aspectos que determinan la liquidez de los mercados de capitales.

Existe una coincidencia general en la enumeración de los riesgos básicos que se traspasan y acaba soportando el inversor en valores procedentes de una ET. La mayoría de los autores (5) mencionan los riesgos de insolvencia, de liquidez, de tipos de interés que a su vez comprendería el de desfases de tipos de referencia y el de reinversión, de vencimientos, de paridad de cambios y estructurales o derivados del esquema diseñado y de la participación de terceros. Las diferencias surgen cuando se atribuyen significados a estos términos y se valora su impacto para los inversores finales.

Por nuestra parte desarrollaremos los elementos de riesgo bajo la óptica común de ser fuentes potenciales de disminuciones y/o atrasos en los flujos de principal e intereses que deben recibir los adquirentes de los valores emitidos, ya que consideramos debe ser el aspecto que sirva para evaluar financieramente su repercusión en una ET. Los agrupamos en tres categorías atendiendo a que provengan de las operaciones crediticias originales, que surjan del esquema adoptado de pasivo emitido frente a los flujos del activo, es decir, según el balance financiero del FT y la transformación

realizada, y finalmente que tengan su origen en la actuación de participantes y colaboradores en la emisión (6). La tipología se muestra en el cuadro número 1.

1. Factores de riesgo originarios de los contratos cedidos

1.1. Impago o insolvencia

Entendemos por este riesgo (7) el de impago o fallido por parte de los prestatarios que contrataron con la entidad originadora o cedente. Riesgo que afecta tanto al pago de los intereses como a la devolución del principal.

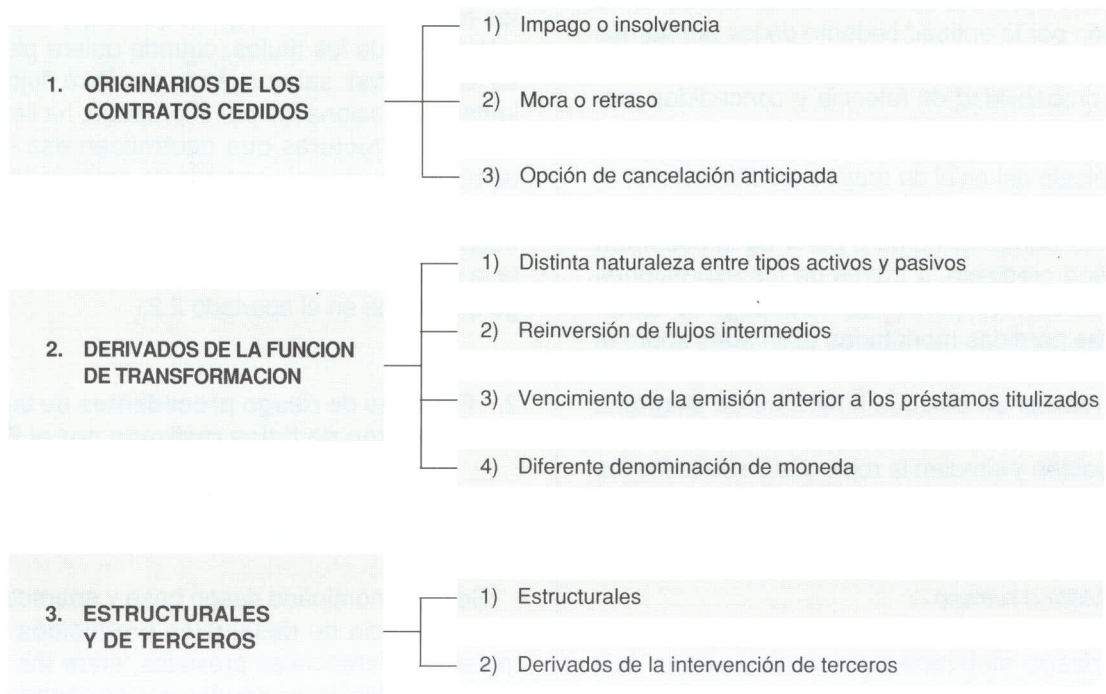
Deben estimarse los flujos que originan los préstamos impagados, consecuencia de la realización de las correspondientes garantías. Estos flujos deben proyectarse en el tiempo estimando su importe y momentos de ingreso efectivo para el FT a través del correspondiente proceso llevado a cabo por la sociedad gestora. Estos ingresos están en función de:

a) Valor de realización de los bienes aportados para garantizar el cumplimiento de las obliga-

ciones pecuniarias asumidas por el deudor, materia que obliga a diferenciar según la naturaleza de los bienes y la personalidad jurídica del deudor. Los bienes pueden haber quedado especialmente afectados como en el caso de constitución de hipoteca sobre bienes inmuebles o el establecimiento de reserva de dominio sobre automóviles o bienes en arrendamiento financiero. En otras modalidades como en la titulización de préstamos amparados en tarjetas de crédito no se dan tales afecciones, con lo que la realización de patrimonio del deudor insolvente siempre es más problemática. En definitiva, queremos resaltar la necesidad de un exhaustivo conocimiento de las garantías subyacentes en los activos financieros de cobertura para poder estimar la corriente de ingresos procedente de la enajenación de aquéllas, si es el caso, siendo conveniente, a priori, una distinción entre los préstamos hipotecarios de un lado y el resto de los titulizados de otro, a los efectos de valoración de los activos de cobertura.

b) Coste y duración del proceso de ejecución. Los conceptos incluidos dependen naturalmente de la legislación de cada país, y así, como componentes tenemos los gastos estrictamente judiciales (letrados, edictos y notificaciones, fedatarios públicos), los gastos fiscales, la inmovilización

CUADRO NUM. 1
FACTORES DE RIESGO



financiera sin intereses que supone la adjudicación del bien hasta que se vende y el deterioro de la garantía hasta que acaba el período de ejecución y realización. En un estudio (8) a nivel comunitario se pone de manifiesto, para las garantías inmobiliarias, que el período de realización oscila desde el semestre hasta más de dos años, variando la repercusión de los gastos de todo el proceso calculados sobre el precio de venta desde un 4 por 100 hasta más del 20 por 100.

La experiencia acumulada, así como los estudios realizados por la propia entidad cedente, junto a la metodología aplicada en cada caso por la agencia de *rating*, serán los elementos que permitan realizar las oportunas proyecciones de reducciones y generaciones posteriores en el tiempo de flujos financieros, atribuibles al nivel de fallidos y recuperaciones previsto para la cartera cedida.

Aunque más adelante se detallen los procedimientos de cobertura (9), es conveniente para el proceso de titulización, sobre todo en mercados incipientes como el español, que figure involucrada, en la protección del riesgo crediticio, la propia entidad cedente (10), que en la mayoría de los casos además continúa ejerciendo la administración y servicio de la cartera. Implicación no sólo justificada por razones de poseer el mejor conocimiento y capacidad de evaluación del riesgo de incumplimiento, sino además por mantener el grado de exigencia en la política crediticia evitando lo que se ha definido como el problema de la selección adversa, consistente el mismo en la retención por la entidad cedente de los préstamos de más «calidad» y titular los que ofrecen una mayor probabilidad de falencia y concedidos precisamente porque van a ser cedidos.

El cálculo del nivel de mejora crediticia necesario para obtener una determinada calificación se realiza fundamentalmente a partir de la cobertura del riesgo crediticio, a través de las expresiones analíticas del nivel porcentual de impago de la cartera y las pérdidas monetarias estimadas sobre el nominal de deuda. No obstante, resulta conveniente realizar un enfoque financiero de diagrama de flujos de entradas y salidas previstas en el que se proyecten y simulen la repercusión de todos los factores de riesgo de los que nos estamos ocupando.

1.2. Mora o retraso

Es riesgo motivado por los retrasos en que incurren los prestatarios al realizar sus pagos de principal e intereses.

Al valorar estos retrasos deben considerarse los ingresos que percibe el FT en concepto de intereses de mora, cuando así se pactan, que se fijan por encima de los intereses ordinarios y a unos tipos que compensan financieramente el período transitorio de impago.

Si partimos de las fechas de pago estipuladas en los contratos cedidos, debe distinguirse el diferimiento desde las fechas señaladas para el pago a los bonistas del retraso debido al período de recaudación y gestión de los flujos que media desde la percepción por la entidad administradora hasta su entrada en las cuentas del FT. Este período de gestión de los flujos en mercados como el norteamericano (11) difiere según los títulos emitidos y además es convenientemente descontado por los operadores, de forma que a mayor período, menor cotización de los valores emitidos, ya que la relación valor financiero-tiempo es inversa.

1.3. Opción de cancelación anticipada

La opción de cancelación total o parcial anticipada que incorporan los préstamos cedidos, sin perjuicio de que se impongan límites temporales o cuantitativos para su ejercicio y/o comisiones penalizadoras, se traslada directamente a la dinámica de flujos que perciben los inversores. Esta opción sin duda constituye el principal elemento diferenciador en el análisis comparativo con los restantes instrumentos de renta fija negociados en los mercados. La incógnita que supone para el adquirente de los títulos, cuando quiere planificar su rentabilidad, saber cuándo percibirá flujos adelantados ocasionados por el prepago, ha llevado a diseñar estructuras que neutralicen esa incertidumbre e igualen el vencimiento anunciado con el real. Esta neutralización acarrea que el FT, al no traspasar esos flujos a los inversores finales, soporta la reinversión de esas entradas monetarias, riesgo enunciado en el apartado 2.2.

2. Factores de riesgo procedentes de la transformación de flujos realizada por el FT

2.1. Distinta naturaleza y referencia en los tipos activos y pasivos

Se ha denominado riesgo base y aparece como consecuencia de desajustes producidos en los ingresos diferenciales previstos, entre los intereses percibidos de los deudores y los pagados a los suscriptores de los valores emitidos, como conse-

cuencia de las oscilaciones en los tipos de interés de mercado. Si el FT se limitara a una función estricta de intermediación y los tipos de los préstamos agrupados fueran fijos no existiría un riesgo de esta naturaleza, sin perjuicio del riesgo de interés que en todo caso soporta el inversor (12) en su doble naturaleza de mercado o precio y de reinversión como sucede con cualquier inversión en renta fija.

La necesidad de colocar en el mercado bonos y obligaciones de titulización atractivos para el inversor, obliga a que se transformen tipos y plazos siempre con la limitación que supone el conocimiento de los flujos que constituyen el activo patrimonial del FT. La transformación de tipos admite las opciones siguientes:

1) Préstamos a tipo de interés fijo y valores a interés también fijo. Si el diferencial está bien calculado cubriendo los diferentes conceptos que motiva el proceso, el FT deberá enfrentarse (13) a la cancelación anticipada en una coyuntura bajista, lo cual nos conduce al aspecto de reinversión tratado más adelante. El inversor deberá afrontar el riesgo de interés (14), tanto si suben como si bajan los intereses, dentro de una gestión típica de cartera de renta fija compuesta, en este caso, por valores de titulización.

2) Préstamos a tipo de interés fijo y valores a interés variable. Esquema operativo habitual en las primeras emisiones del mercado americano, en el que se titulaban préstamos hipotecarios a largo plazo (veinte a treinta años) a interés fijo y amortizables por el sistema francés o clásico.

En este caso, si se produce una coyuntura alcista, el margen puede verse estrechado, amenazando la capacidad de pago a los inversores. Por el contrario, una bajada de los tipos sólo afecta negativamente a éstos, aumentando el margen financiero del FT, aunque el FT deba hacer frente al prepago que pueda acontecer.

3) Préstamos a tipo variable y valores a interés fijo. Aplicamos el razonamiento inverso al anterior, por lo que la liquidez necesaria para atender la deuda debe ser complementada si los intereses bajan, y si suben aumenta el diferencial para el FT, surgiendo nuevamente el factor reinversión de flujos provenientes del prepago motivado por la subida de tipos.

4) Préstamos a tipo variable y valores también a tipo revisable. Si los tipos tomados de referencia están en fase y presentan una volatilidad similar, la transformación es neutral. Existirá en todo caso un inevitable desfase o retardo temporal

en las modificaciones inducidas en los tipos activos y pasivos aplicables, que tendrá signo positivo o negativo para la liquidez según cuál sea más elástica (15) a la variación en los tipos y el sentido de la misma.

2.2. *Reinversión transitoria de los flujos intermedios*

Es el motivo que refleja en mayor grado la función de transformación financiera que puede llevar a cabo el FT. Surge esencialmente cuando la estructura es del tipo *pay-through*, es decir, no se limita a traspasar a los tenedores de los títulos los flujos percibidos por los deudores cualquiera que sea el concepto (principal, intereses y prepagos), sino que adapta los valores a la demanda del mercado. En esta estructura los flujos que percibe el FT y que no son objeto de entrega inmediata a los inversores responden a tres causas:

1) Distinta periodicidad de las cuotas de los prestatarios respecto de las abonadas a los inversores. Por ejemplo, préstamos de pagos mensuales y bonos de reembolso semestral.

2) Cantidades percibidas por el FT como consecuencia de la cancelación parcial o total afrontada por los deudores crediticios.

3) Vencimiento de las operaciones crediticias traspasadas anterior a la fecha final de reembolso de los títulos puestos en circulación.

2.3. *Vencimiento de los títulos emitidos anterior a la vida media de los préstamos titulizados*

Tiene lugar cuando se emiten valores destinados a los mercados monetarios, es decir, dirigidos a inversores a corto o medio plazo, respaldados, por ejemplo, por préstamos hipotecarios a largo plazo (16). Se da prioridad a la demanda imperante en el mercado en una determinada coyuntura, lo cual supone necesariamente instrumentar el correspondiente mecanismo de cobertura. Esta transformación refleja la total ductilidad que presenta el proceso de titulización, que no plantea inconvenientes insalvables para responder en cada momento a la modalidad de inversión que los mercados requieren.

2.4. *Diferente denominación de moneda*

La conveniencia de ampliar la base de inversores de una ET, motiva el lanzamiento de valores en mercados conocedores de los mismos como el americano o el euromercado, por lo cual se utili-

zan monedas como el dólar o la libra esterlina. Al estar los préstamos cedidos denominados en la moneda nacional, diferente de las anteriores, aparece el riesgo de cambio que debe ser cubierto a través de los mecanismos disponibles, ya que de lo contrario el FT queda expuesto a oscilaciones adversas de las paridades de las monedas implicadas, como sucede si se produce una devaluación de la moneda activa (préstamos) respecto de la moneda pasiva (títulos emitidos).

3. Riesgos estructurales o de terceros

3.1. Riesgos estructurales

Bajo esta denominación incluimos todos aquellos elementos que pueden afectar a la percepción prevista de pagos por parte de los inversores y que provienen de los agentes que constituyen y gestionan la ET, a saber, la entidad cedente/originadora, la sociedad gestora, la entidad depositaria y el Fondo de Titulización.

3.2. Riesgos derivados de la participación de terceras entidades

La distribución de los riesgos, originariamente soportados por las entidades crediticias cedentes, supone que los mismos sean compartidos tanto por los inversores finales como por instituciones financieras y aseguradoras bajo un principio de especialización y eficiencia en la cobertura. De esta manera, en la mayor parte de las ET, incluso en las que adoptan mecanismos de mejora interna, participan otras instituciones que formalizan convenios de mejora o cobertura con la entidad gestora que opera en representación del Fondo de Titulización

La fortaleza patrimonial y la capacidad de cumplir los compromisos por parte de estas instituciones influye decisivamente en que la estructura diseñada cumpla sus objetivos y no falte, por tanto, liquidez para servir la deuda emitida.

III. LA MEJORA CREDITICIA. TIPOLOGIA

La mejora crediticia en los procesos de titulización se han circunscrito originalmente (17) a los mecanismos de cobertura de las pérdidas previstas en los préstamos titulizados como consecuencia de la insolvencia o impago por los deudores.

Ofrecemos un concepto amplio de mejora, más ceñido a la realidad actual de las ET, en el que se incluyen todos los convenios y apoyos financieros que pacta la sociedad gestora para cumplir los compromisos pecuniarios contraídos con los adquirentes de los valores puestos en circulación. No se atiende exclusivamente a la cobertura del riesgo crediticio *stricto sensu*. Si así fuera, y la mejora crediticia quedara exclusivamente circunscrita a la protección frente al riesgo crediticio, tendríamos que referirnos adicionalmente a los contratos complementarios de financiación y cobertura de riesgos y que formaliza la sociedad gestora por cuenta del FT para incrementar la seguridad y regularidad del servicio financiero de los bonos emitidos.

El origen de la mejora crediticia, especialmente cuando se suministra por una tercera entidad, se sitúa en Estados Unidos. El germen surge en las emisiones destinadas a financiar proyectos de inversión de grandes infraestructuras a mediados del siglo XIX mediante auténticos préstamos de solvencia por parte de las entidades crediticias que apoyaban determinadas emisiones. La configuración actual la encontramos en las garantías financieras externas que se prestan en los años cincuenta a las emisiones de las innumerables haciendas municipales y supramunicipales que pueblan la geografía norteamericana, que buscaban generar confianza en el pequeño inversor. La absoluta generalización de estas técnicas se alcanza precisamente desde los años ochenta con la titulización, primariamente en las emisiones no hipotecarias.

En Europa la aplicación de la mejora crediticia no deriva de la financiación de proyectos municipales o parapúblicos, sino que proviene, sobre todo, de la expansión de los contratos de aseguramiento que se aplican en los contratos de financiación hipotecaria. Son pólizas de seguro, denominadas de garantía de indemnización, que cubren el exceso de financiación otorgada por la entidad sobre las *ratios* de endeudamiento autorizados (*ratio* LTV) y que el prestatario no ha podido atender con capital propio.

La ausencia de fronteras financieras posibilita que se produzca una importación de métodos y compañías de cobertura al otro lado del Atlántico, especialmente desde 1980, aunque todavía sean apreciables diferencias notables, como en la mejora de las ET hipotecarias. Al respecto hay que tener en cuenta que la titulización en Estados Unidos se sustenta en un porcentaje destacado en emisiones garantizadas por el Estado o por agen-

cias federales, circunstancia que no concurre en el mercado europeo. Donde sí se han desarrollado las técnicas con un notable grado de perfeccionamiento es en el resto de las emisiones no hipotecarias, aplicándose las mismas con acierto en Europa.

Las razones justificativas de la mejora crediticia proceden de los emisores, los inversores, las agencias calificadoras y en alguna ocasión de la propia normativa aplicable, es decir, de las autoridades económicas.

Los emisores acuden a la mejora crediticia para conseguir una calificación de solvencia de la emisión que no permite obtener *per se* la fortaleza financiera de la entidad originadora, o más correctamente la cartera cedida; o sencillamente se acude a una mejora crediticia, en forma de garantía financiera externa, para evitar la difusión pública de los datos del grupo emisor. En sentido contrario también se han dado emisiones reforzadas realizadas por entidades financieras que atravesaban una situación crítica y han conseguido captar recursos, o más allá, más baratos incluso que los solicitados por otra vía de financiación.

Para los inversores la mejora crediticia es el elemento que equipara las ET con las emisiones más frecuentes existentes en el mercado y posibilita un análisis comparativo del riesgo asumido, explicitado por el *rating*. La distribución asimétrica de la información, referida al riesgo de incumplimiento por parte del conjunto de prestatarios originales, debe verse compensada por la intervención de la entidad mejoradora que asume el coste de analizar e interpretar la información disponible. No se trata tanto de que el inversor no quiera afrontar más o menos riesgos, elemento que encuentra su compensación en la rentabilidad correlativa, sino de que no está en situación de evaluar el propio riesgo, y más cuando se enfrenta a la complejidad propia de una financiación estructurada.

Se puede afirmar que mediante la mejora crediticia se elimina la brecha existente entre las características de riesgo y flujos financieros derivados de los préstamos titulizados y los requerimientos de rentabilidad, riesgo y liquidez demandados por los inversores. Adaptación que se produce conservando la entidad cedente las ventajas que busca en la titulización y cumpliendo las disposiciones que permiten obtener tal tratamiento.

Existen diferentes clases de técnicas de cobertura, que se aplican en la actualidad, constatando como principal característica que en la mayoría de las ET concurren varias de esas técnicas, por lo

que tan relevante es conocer los mecanismos disponibles como la forma en que se pueden combinar para neutralizar los riesgos concurrentes.

No cabe referirse a un criterio tipológico suficientemente definitivo, ya que los mecanismos pueden ser prestados por entidades crediticias o aseguradoras relacionadas o no con la institución emisora; pueden otorgarse al tiempo de nacer la emisión, una vez que ya ha sido lanzada al mercado, y también habrá que contar con aquellas garantías que acompañaban a las operaciones crediticias que después se titulizan, generalmente de naturaleza aseguradora; pueden ser plenamente efectivos o bien condicionados a ciertos sucesos o al agotamiento de otras coberturas; incluso se puede diferenciar atendiendo a ámbitos geográficos o a etapas en el desarrollo de las ET.

En todo caso el criterio que goza de una mayor utilización es el que distingue entre técnicas de mejora crediticia interna y externa. Cobertura interna o implícita es la que se proporciona mediante el propio *paquete* titulado, es decir, suministrada por los flujos de caja que la agrupación genera.

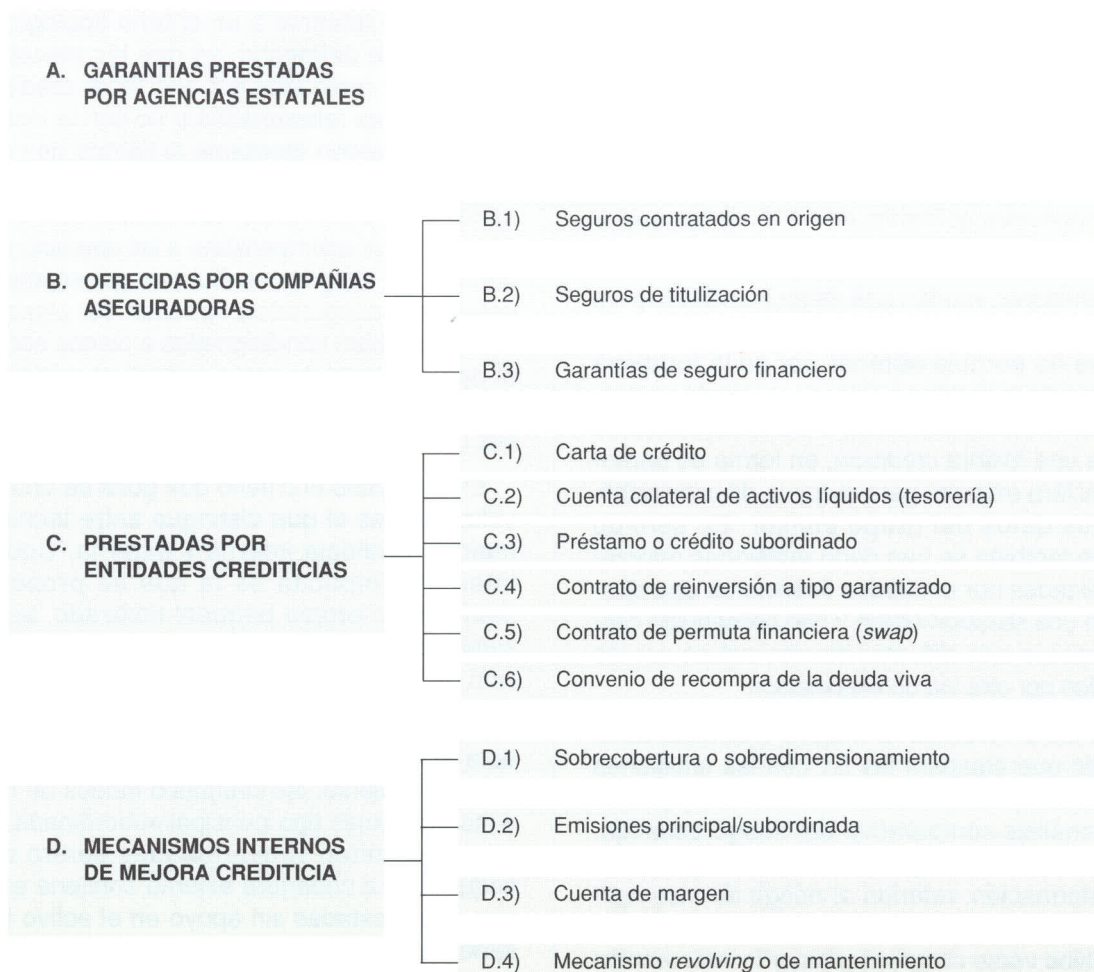
Principalmente las figuras que responden a esta acepción son la sobrecobertura o sobredimensionamiento, las cuentas o fondos de reserva y las emisiones tipo principal/subordinada, que a su vez admiten subvariedades dentro de ese esquema. La cobertura externa contiene aquellas que son prestadas sin apoyo en el activo traspasado y suponen por tanto unas contraprestaciones a favor de entidades financieras y/o aseguradoras entre las que no se excluye a la propia entidad cedente. Por exclusión, se incluyen en esta segunda categoría todas las demás, cualquiera que sea su naturaleza. Las mejoras externas acarrear la vinculación a la calificación crediticia de la entidad-soporte, lo cual puede suponer un riesgo adicional si esta última calificación se ve deteriorada.

Bajo la concepción amplia de mejora crediticia, destinada a cubrir los factores de riesgo que puedan afectar al servicio previsto de la deuda, distinguiremos diferentes clases de coberturas (18), que irán siendo analizadas a lo largo de los siguientes epígrafes y que figuran en el cuadro núm. 2.

IV. GARANTIAS PRESTADAS POR AGENCIAS ESTATALES

La cobertura prestada por agencias de carácter estatal (19) a las ET es peculiar del mercado norteamericano y se enmarca en una concepción

CUADRO NUM. 2
SEGUN EL ORIGEN DE LA GARANTIA



normativa que, aplicada desde la década de los años treinta, busca facilitar la financiación de la vivienda y abaratar su coste, habiendo conseguido un mercado financiero hipotecario de extraordinario relieve en el conjunto de este sistema financiero.

En 1938 se crea la primera agencia estatal, denominada Federal National Mortgage Association (en siglas, FNMA o también *Fannie Mae*), que se crea con el objetivo fundamental de proporcionar un mercado secundario para los préstamos garantizados por la Federal Housing Administration (FHA). Este es un organismo que se constituye cuatro años antes para asegurar hipotecas a interés fijo y largo plazo, facilitando el acceso a la financiación para los adquirentes de viviendas y conseguir que fluyeran recursos prestables a las áreas más desfavorecidas.

En 1968 la agencia FNMA se escinde en dos, de un lado la propia subsistente con nuevas fun-

ciones y de otro se crea la Government National Mortgage Association (GNMA o *Ginnie Mae*), que va a gozar del pleno respaldo y crédito del gobierno de los Estados Unidos para asegurar el mercado basado en las hipotecas, a su vez garantizadas por otros organismos estatales.

En 1970 se crea la tercera agencia, denominada Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC o *Freddie Mac*), para prestar respaldo también a las operaciones financieras no incluidas en las hipotecas garantizadas por los organismos antes citados (que denominaremos hipotecas convencionales). Al mismo tiempo se autoriza a la FNMA a adquirir hipotecas convencionales a efectos de su posterior titulización.

Estas tres agencias (FNMA, GNMA, FHLMC) y los organismos mencionados, a través de sus programas de actuación, han posibilitado el logro de los siguientes objetivos:

1) Aseguramiento o cobertura del riesgo crediticio de los préstamos hipotecarios, permitiendo en un primer estadio acceder a la financiación a personas sin la solvencia bancaria suficiente y en un segundo hacer más atractiva la compra de carteras hipotecarias.

2) La introducción y posterior promoción de clases de préstamos hipotecarios (20) más atractivos para prestatarios e inversores.

3) Lanzamiento al mercado de las primeras ET compuestas por títulos *pass-through* y después también *pay-through*, valores atractivos para los grandes inversores institucionales al tener garantizado el pago ante cualquier circunstancia adversa.

4) Armonización de las condiciones crediticias de las hipotecas y unificación de la documentación relacionada. Son cánones impuestos por las agencias en sus programas si se quiere obtener la correspondiente garantía.

5) Inyección de liquidez en el mercado hipotecario al adquirir grandes paquetes de préstamos hipotecarios.

6) Otorgamiento de créditos blandos y otras facilidades financieras para posibilitar el acceso a la vivienda de las rentas más bajas.

La comparación de las emisiones que cuentan con el respaldo de las tres agencias obliga a separar previamente dos categorías. Por una parte está la agencia GNMA, incardinada en el Departamento de la Vivienda y el Desarrollo Urbano, formando parte, por tanto, de la estructura gubernamental. Por este motivo las emisiones que cuentan con su garantía se consideran por el mercado de la misma calidad crediticia que la deuda pública.

Por el contrario, FNMA y FHMCL son corporaciones cuyo capital en la actualidad cotiza en el mercado bursátil americano, no reciben subvenciones y tributan al régimen general. El apoyo financiero que puedan recibir del Gobierno no permite que las emisiones garantizadas por estas agencias cuenten con la garantía del Estado, como sí sucede en el caso de GNMA. Esta diferenciación tiene su reflejo en la exigencia por los inversores de unos mayores diferenciales de rentabilidad en compensación por el teórico mayor riesgo asumido. No obstante, esta lógica no siempre la recoge el mercado, especialmente en las llamadas emisiones derivadas del tipo *pay-through*.

Estas agencias tienen unos programas definidos en base a unos parámetros que conllevan que

no todos los préstamos hipotecarios concedidos por las instituciones crediticias son aptos para incluirse en estos programas y contar con la garantía de la agencia correspondiente. Estas hipotecas no ajustadas a las condiciones promulgadas por cada agencia estatal se denominan convencionales o no conformes y deben conseguir otras formas de mejora crediticia.

Los parámetros que caracterizan los programas de emisiones aseguradas por las agencias estatales son el tipo de garantía concedida (21) el número de entidades cedentes incluidas, el tipo de hipotecas admitidas, las características de los préstamos agrupados y el procedimiento de pago.

V. GARANTIAS OFRECIDAS POR COMPAÑIAS ASEGURADORAS

En este apartado deben incluirse los mecanismos de cobertura, facilitados por un lado por compañías que desempeñan su actividad aseguradora en diferentes ámbitos de riesgo y por otro por sociedades cuyo objeto exclusivo de actuación es la garantía financiera, sometidas estas últimas a un régimen específico. Previamente vamos a considerar los contratos de seguro que habitualmente acompañan a las operaciones de préstamo que después son titulizadas.

1. Seguros contratados en origen

Son pólizas suscritas al tiempo de formalización de la operación de préstamo (22), especialmente en el campo hipotecario.

La primera modalidad es el seguro que se formaliza a beneficio del prestamista en aquellos casos en que el deudor puede pagar las cuotas periódicas pero no está en condiciones de afrontar suficiente desembolso inicial para que la *ratio* de endeudamiento (LTV) no supere el porcentaje recomendado (en condiciones normales no excede del 80 por 100). En estos casos el exceso lo cubre en una determinada proporción la compañía de seguro, para el caso de impago, soportando la prima correspondiente el cliente de la entidad, incrementándose por tanto el coste efectivo de la financiación.

La segunda modalidad es el llamado seguro de amortización, generalmente contratado y afrontado por el deudor, aunque a veces lo imponga la

entidad bancaria, cuya finalidad es garantizar el pago comprometido de capital e intereses en el supuesto de fallecimiento del prestatario. Las cuotas, por tanto, son abonadas por la compañía de seguros, quedando los herederos liberados de tal carga financiera. En esta modalidad la prima es variable y su determinación se realiza por las reglas generales del ramo de seguro de vida.

En las operaciones de financiación no hipotecaria y que son objeto de titulización, la segunda modalidad reseñada también es posible, aunque lo más frecuente es la contratación impuesta por el financiador para cubrir esencialmente los riesgos que puedan mermar o incluso eliminar el valor del bien financiado. Es el caso de la financiación del automóvil o de los bienes adquiridos mediante *leasing*. La cobertura que puedan prestar estas pólizas en relación con las obligaciones pendientes del deudor es de difícil previsión y desde luego no ofrecen el grado de protección de las descritas para las operaciones hipotecarias. Además, si el deudor ostenta la posición de propietario del bien financiado, la reversión de la indemnización a favor del acreedor (y por ende el cesionario de dichos contratos) no es directa ni asumible jurídicamente salvo excepciones.

Estas modalidades de garantía (23) se traspasan a favor del FT al acompañar a los préstamos cedidos y contribuyen a preservar la devolución del capital a favor del cesionario adquirente. Dos notas deben ser resaltadas al considerar su trascendencia como mecanismos de cobertura:

a) Ninguna de las coberturas descritas, en caso de hacerse efectiva, mantiene el pago de los intereses, ya que supone la entrega de un capital pactado que deberá ser reinvertido por la sociedad gestora de acuerdo con las condiciones vigentes.

b) Las indemnizaciones, aunque jurídicamente no exista duda de que corresponden al FT, se entregan con el retraso propio del proceso necesario de reclamación, retraso que puede ser más perjudicial que el mismo impago para el FT en determinadas condiciones.

En definitiva, se trata de mecanismos de cobertura (24) básicamente del riesgo crediticio o de impago contratados a favor de la entidad concedente del préstamo, previos e independientes del proceso posterior de titulización, y que se traspasan a favor del FT como el resto de garantías que acompañen a las operaciones cedidas, incluso afianzamientos personales.

2. Mejoras de titulización ofrecidas por entidades de seguro

Nos referimos a las coberturas prestadas por compañías de seguro que operan además en otras ramas de actividad, dejando como categoría independiente la llamada garantía de seguro financiero suministrada por entidades que hacen de la misma su único objeto social. La cobertura prestada por las compañías de seguro no asegura la devolución del principal y los intereses a los bonistas, sino que va dirigida a mantener el valor de los activos que respaldan la ET. Quedan fuera, por tanto, los demás elementos de riesgo que en su momento definimos, y que también pueden perjudicar el normal cumplimiento de las obligaciones asumidas por el FT para con los bonistas.

El funcionamiento de esta garantía se inicia cuando el prestatario no cumple, y transcurrido el plazo marcado por la entidad administradora, se procede a realizar la garantía para intentar cubrir la deuda total pendiente, incluidos los distintos conceptos pactados en el respectivo contrato. Cuando el bien afectado se realiza, la compañía de seguros entra en acción aportando la diferencia entre el importe de la deuda exigible y el valor neto obtenido en la venta forzosa, cubriendo además el coste de la financiación transitoria contratada en su caso para mantener el pago puntual y completo a los bonistas (25). Este es el esquema general de aplicación de las pólizas de seguros destinadas a la mejora crediticia de las ET, aunque, además de las matizaciones fruto de cada negociación específica, existe alguna variación impuesta por el propio marco normativo de la titulización. Habitualmente se exige a la compañía de seguros una calificación análoga a la pretendida para la ET, o en su defecto, que se obtenga dicha calificación a través del consorcio de entidades reaseguradoras que asuman el riesgo en segunda instancia.

La magnitud de la cobertura otorgada de acuerdo con la experiencia del mercado norteamericano y el inglés, ámbitos donde este mecanismo de mejora ha tenido gran expansión, alcanza desde el 6 hasta el 15 por 100 del nivel de pérdidas de la cartera como consecuencia del riesgo crediticio. Una vez asegurado este primer tramo de pérdidas, el coste marginal de aumentar la cobertura disminuye notablemente, ya que se trataría de pérdidas excepcionales en relación con la experiencia histórica de la cartera en lo que se refiere a préstamos hipotecarios.

La redistribución del riesgo que implica el reaseguro posibilita que las compañías inicialmente

soportadoras del riesgo acaben con porcentajes normalmente inferiores al 10 por 100 del total. Existen dos tipos de acuerdos sobre el reaseguro. El primero consiste en el establecimiento de un marco dentro del cual existe un compromiso para reasegurar cualquier operación que se plantee, siempre y cuando reúna las condiciones fijadas en el convenio. El segundo es el que se negocia para cada operación singular, y puede ser en cada caso con distinta compañía. Acordada la cesión del riesgo, se puede realizar de manera proporcional, asumiendo cada compañía una cuota del total y dentro de cada cuota con la misma exposición en tiempo, vigencia del compromiso y con responsabilidad indistinta. También puede acordarse diferenciando el período temporal de compromiso para cada reasegurador y además estableciendo prelación a los efectos de responder de las pérdidas que puedan acaecer (26).

En las valoraciones financieras que se ofrecen, el impacto de la prima se cifra en un intervalo que oscila entre 8 y 15 puntos básicos por año (27) para una vida media de la emisión de cinco a siete años.

Las perspectivas en Europa para esta forma de mejora crediticia son indudables especialmente para aquellos países en los que las ET todavía están en una fase de nacimiento. La flexibilidad que tienen las pólizas de seguro, la capacidad para diversificar riesgos por ramas de actividad de que disponen las compañías y la redistribución que permite el reaseguro, hacen que esta cobertura pueda figurar en la mayoría de las emisiones, de titulización hipotecaria o no, coexistiendo con otras modalidades bancarias o incluso de naturaleza interna. Las restricciones que imponga en cada caso el marco normativo aplicable y la naturaleza de los activos de cobertura aconsejarán la fórmula finalmente adoptada.

3. Garantías de seguro financiero

Esta modalidad de cobertura, en su concepción actual, data de hace más de veinte años en Estados Unidos con la creación de la Municipal Bond Insurance Association (MBIA), asociación dirigida a asegurar emisiones realizadas por corporaciones municipales. Es un producto novedoso en nuestro continente y la mayor parte de las compañías que lo prestan son de capital norteamericano (28). Este tipo de cobertura tiene que ser prestado por compañías monolínea, es decir, dedicadas exclusivamente a la garantía financie-

ra, también denominada bono de seguro, a diferencia de la cobertura que prestan las compañías aseguradoras que operan simultáneamente en otras ramas de actividad como puedan ser el seguro de vida, de daños, sanitario o de propiedad.

El principal activo con el que cuentan este tipo de compañías es su acreditada solvencia, reflejada en el máximo *rating* otorgado. En los veinte años de funcionamiento del sector no ha habido ni una sola rebaja (29) de la calificación de la compañía o de emisión respaldada por alguna de ellas. Realmente estas entidades están haciendo del préstamo de su solvencia su principal explotación, ya que el inversor deposita su confianza en el aseguramiento facilitado por la entidad, ocupando el análisis de los riesgos estructurales y de los activos de cobertura un segundo plano.

El concepto de garantía de seguro financiero podemos tomarlo de la ley sobre garantías financieras promulgada por el Estado de Nueva York (1989), marco normativo para la mayoría de las sociedades monorriesgo, que establece que en virtud de la garantía contratada, la pérdida que se produzca es pagadera si se demuestra que ha sido producida por la falta de cumplimiento de un deudor de su obligación de pago, debido a incumplimiento o insolvencia. Se cubre en principio el riesgo crediticio, no el riesgo de mercado, es decir, no el motivado por alteraciones en los precios o cotizaciones de los activos subyacentes.

La garantía más habitual es la que asegura la devolución total y puntual de capital e intereses de las emisiones respaldadas. Es la llamada *garantía cien por cien*, que para hacerse efectiva sólo exige la reclamación pertinente por parte del bonista. También algunas entidades ofrecen garantías parciales compitiendo directamente con otras modalidades en este segmento, como las cartas de crédito o la garantía de las compañías multirriesgo. Es factible además que se garantice, alternativamente, la devolución del capital o el pago de intereses o que se cubra el servicio financiero total, pero únicamente de los tramos subordinados, lo cual se aproxima a la cobertura total del riesgo crediticio de toda la emisión de titulización.

Finalmente, se ofrecen coberturas específicas para contratos bilaterales suscritos por el FT para asegurar el riesgo de interés o de tipos de cambio.

La garantía total o cien por cien es la que predomina en la operativa de estas entidades. Esta

modalidad, de especial aplicación en las ET, cubre todos los riesgos que hemos puesto de relieve en el apartado anterior, ya que el bonista sabe que cualquiera que sea el factor de riesgo, él percibe los flujos comprometidos. Ahora bien, para que se formalice esta garantía las compañías proveedoras exigen que la protección primaria ya esté contratada. Es decir, para que se obtenga esta cobertura es necesario que ya cuente la ET con un mecanismo de cobertura que al menos permita que la emisión sea merecedora de un *rating* perteneciente a la escala de inversión, lo que se traduce en, al menos, la protección frente a la tasa prevista de fallidos de la cartera agrupada.

La prestación de SGF por las compañías especializadas depende en gran medida del mercado de reaseguro, es decir, de la posibilidad de recolocar total o parcialmente el riesgo asumido. Además, mediante la participación de las compañías de reaseguros la sociedad proveedora del SGF puede aumentar su volumen de negocio e incrementar sus *ratios* de rentabilidad, porque en general el riesgo retenido se reduce más proporcionalmente que las primas compartidas.

El SGF presenta indudables ventajas en las emisiones realizadas en mercados en que el emisor no es conocido o son novedosas las emisiones estructuradas, ya que la intervención de la compañía proveedora, que goza de la máxima solvencia, se convierte en el elemento de confianza para los inversores al protegerles de cualquier riesgo potencial. Se ha afirmado que estas compañías, que en todo el sector financiero concentran en la actualidad el mayor número triple-A, ejercen de verdaderos representantes de los intereses de los bonistas, ya que bajo ningún concepto pueden soportar una degradación del *rating* de la emisión. Como elemento positivo para el sistema financiero, desde luego las compañías monolínea contribuyen a la innovación financiera en el ámbito de las financiaciones estructuradas. En el otro lado de la balanza nos encontramos con el coste, por lo general más elevado que las otras modalidades de mejora crediticia, algunas de las cuales deberán acompañar además al SGF.

VI. MEJORAS PRESTADAS POR ENTIDADES CREDITICIAS

1. Cartas de crédito

La denominación de esta forma de contrato bancario responde a la utilizada por los norteamericanos,

que la denominan *standby letter of credit* (30). Sin perjuicio de ciertas especialidades jurídicas, estamos ante una garantía o aval bancario. La entidad avalada es el FT, contratada la garantía por la sociedad gestora; los beneficiarios son los bonistas y el objeto del aval, o causa de que el banco prestador del mismo deba pagar, es la disminución de los ingresos previstos por el conjunto titulizado como consecuencia de impagos por los deudores.

Estos afianzamientos o cartas de crédito se pactan por un determinado período, usualmente inferior a la vida de la emisión, y son renovables. Suelen contratarse limitando el aval hasta un determinado porcentaje de pérdidas en el paquete titulizado, y el banco recibe a cambio una comisión inicial o de formalización de la garantía, y además una comisión periódica o de mantenimiento fija o en función del saldo de deuda viva.

Es factible que se pueda avalar el pago puntual y completo a los bonistas, pero es infrecuente, por lo que esta posibilidad queda reservada a los seguros de garantía financiera. Están más próximas las cartas de crédito a la garantía prestada por compañía aseguradora, sólo que en el campo de las ET es distinta la aplicación de una y otra. Mientras que el aval bancario irrevocable (31) es efectivo cuando el nivel de flujos de los préstamos titulizados no alcanza un determinado nivel, la póliza de seguros indemniza cuando se producen pérdidas en la generación de ingresos procedentes de una determinada operación, incluida la realización de la correspondiente garantía. Esta distinción implica que puede ser aplicable la garantía aseguradora y no la carta de crédito, en el supuesto que ambas modalidades concurren en una emisión.

La garantía bancaria predominó en los inicios del mercado, sobre todo en Estados Unidos, y en menor grado en Inglaterra, aunque en algunos casos no como mecanismo de mejora principal. El coste para la entidad crediticia y la repercusión del coeficiente de solvencia hace preferibles las ET de menor plazo. Además, la titulización casi siempre se origina en entidades crediticias y la prestación de esta forma de garantía es una consecuencia lógica de la actuación de las mismas, aparte del conocimiento por las instituciones financieras sobre este tipo de financiación estructurada, contribuyendo ambos factores a aumentar la confianza de los inversores.

Los principales inconvenientes que las cartas de crédito presentan como mecanismo de mejora residen en el coste más elevado que puedan tener

respecto a otras modalidades, especialmente las mejoras internas, y el impacto sobre la emisión de una degradación del *rating* de la entidad crediticia proveedora de la garantía.

De los distintos elementos que componen el coste merece un breve comentario la repercusión sobre los recursos propios que tiene esta modalidad de actividad bancaria. La prestación de avales o garantías a favor de terceros, actuación inserta en las llamadas operaciones fuera de balance, obliga a dotar una cantidad de recursos propios obtenida a través de un proceso bietápico. La primera fase consiste en convertir el importe de la garantía prestada en un equivalente activo como si se tratase de una operación crediticia. Los afianzamientos bancarios o cartas de crédito, tanto en la normativa bancaria norteamericana como en la europea, centrada en los países activos en titulación, convierten los nominales de los avales prestados al cien por cien, ya que consideran que son sustitutivos de préstamos directos. Una vez que se tiene el importe convertido, se aplica el correspondiente coeficiente de ponderación de riesgos, que depende de la naturaleza crediticia (solventía imputada por la correspondiente normativa) del cliente avalado. El FT no tiene personalidad jurídica, o si en algunas regulaciones se le reconoce, posee un mínimo valor patrimonial, por lo que quien está realmente contratando la garantía es la entidad crediticia originadora del proceso, y cuya calificación determinará la ponderación aludida.

El nivel de cobertura que prestan normalmente las entidades crediticias bajo esta modalidad, así como la posición de la garantía bancaria en relación a las demás mejoras introducidas (32), depende de elementos propios de la ET y del propio resultado de la negociación. En todo caso, podemos señalar que, de acuerdo con los activos de cobertura, el porcentaje oscila entre un 5 y un 15 por 100 sobre el volumen de deuda traspasada, y las comisiones repercutidas se mueven, según mercados, entre 25 y 150 puntos básicos por año de mantenimiento de la garantía.

2. Cuenta colateral de activos líquidos (tesorería)

Es una inmediata derivación de la anterior buscando proteger a la ET de una rebaja en el *rating*-soporte de la entidad crediticia fiadora. Puesta en práctica desde 1990, consiste en obtener un préstamo bancario de una institución financiera y colo-

car el saldo prestado en una cuenta remunerada o invertirlo en activos financieros líquidos que gocen de un mínimo *rating* congruente con la calificación otorgada a la ET. Si los fondos obtenidos se reinvierten en la propia entidad prestamista o en valores a corto plazo emitidos por la misma, la remuneración obtenida por la financiación será precisamente la diferencia entre el interés efectivo del préstamo y la rentabilidad activa abonada por la colocación del importe del préstamo. El coste de esta fórmula se ha aproximado al que se cobra por las cartas de crédito, permitiendo inicialmente que exista una pantalla entre el *rating*-soporte de la entidad prestamista y el destino de la colocación de los fondos por la sociedad gestora, ya que los mismos no tienen que volver a la entidad prestamista como componentes de su pasivo y pueden colocarse en activos altamente líquidos, con elevado *rating* y sin que tenga que trascender su identificación.

Hasta el momento presente, la técnica no ha tenido una gran expansión, motivado sobre todo por la falta de entidades prestamistas, ya que con independencia de la finalidad básica de la operación como soporte complementario de una financiación estructurada, hay que asumir la posibilidad de perder la colocación por una revisión o rebaja del *rating* de firma.

3. Préstamo o crédito subordinado

Es consustancial a un proceso de financiación mediante la emisión de bonos atendidos por una corriente de flujos desconocida en términos de certeza, que se cubran las necesidades transitorias de liquidez mediante préstamos o cuentas de crédito. Esta modalidad de mejora se caracteriza porque la financiación la proporciona la entidad originadora o cedente, teniendo el préstamo o crédito el carácter de subordinado, es decir, postergado en el cobro de intereses y capital al resto de acreedores del FT, incluidos, por supuesto, los bonistas.

Estos préstamos, al ser subordinados, devengan un interés superior a otra financiación en parecidas condiciones, y no son amortizados hasta el total reembolso de los bonos emitidos y consiguiente extinción del FT, salvo que se produzca el reembolso anticipado por algunas de las causas expresamente previstas. No obstante, el saldo dispuesto para el pago de los gastos de constitución y emisión puede ser devuelto paralelamente a la amortización de éstos, siempre que

existan recursos suficientes, respetando el orden de prioridad de pagos establecido.

4. Contratos de reinversión a tipo garantizado

Destacábamos en el segundo epígrafe el riesgo financiero que se le presenta al FT derivado de la reinversión de las cantidades que recibe a mayores, respecto del calendario previsto, de amortización y que responden a la opción de cancelación anticipada ejercida por los prestatarios.

Además deben añadirse como flujos de entrada, con necesidad de reinversión temporal, los pagos morosos debidamente incrementados, los procedentes de la ejecución y realización de las garantías y, por supuesto, la disponibilidad transitoria que tiene el FT cuando no coinciden los períodos de pago de intereses y de abono de rendimientos a los bonos emitidos.

A los efectos de asegurar una rentabilidad activa a estas disponibilidades de tesorería inciertas en cuantía y temporalidad, y para coadyuvar al servicio financiero de los valores, la sociedad gestora normalmente formaliza un contrato de reinversión a tipo garantizado (fijo o variable) con la entidad crediticia cedente u otra vinculada con el suficiente *rating*.

Estos contratos suponen un elemento de estabilidad (33) y planificación para la actuación financiera del FT y se suelen pactar hasta la extinción del FT. Las agencias de *rating* utilizan escenarios adversos al proyectar el rendimiento posible para estas reinversiones y además exigen que se circunscriba a inversiones muy concretas el destino de esos fondos. Inversiones consistentes en Deuda pública, otros valores públicos o privados que cuenten con calificación a corto plazo coherente con la otorgada a los bonos emitidos o también depósitos bancarios con análogo *rating*. Todas ellas con la necesaria liquidez y fecha de realización nunca antes de la establecida, que usualmente coincide con la fecha de servicio de los bonos más próxima.

5. Contratos de permuta financiera (*swaps*)

La gestión del balance del FT aparece condicionada por la planificación inicial y hasta su extinción obliga a una actuación adaptativa, en la medida en que la producción de flujos de entrada sea diferente a las simulaciones consideradas ini-

cialmente. El pasivo del FT está predeterminado básicamente desde el lanzamiento de la emisión y las posibles variaciones se producen en el activo en función del comportamiento impredecible de los prestatarios, concretamente si adelantan sus pagos, los retrasan o finalmente incumplen. La posible repercusión de estas alteraciones en los ingresos, y más específicamente la incidencia de la volatilidad de los mercados, debe protegerse como vimos en el apartado anterior.

No obstante, existe otra causa de exposición al riesgo de tipos de interés y de tipos de cambio, al margen de la conducta de los deudores, que surge cuando los flujos de ingresos y pagos están referidos a distintos tipos y/o denominados en diferente moneda y, por lo tanto, deben introducirse también procedimientos de cobertura.

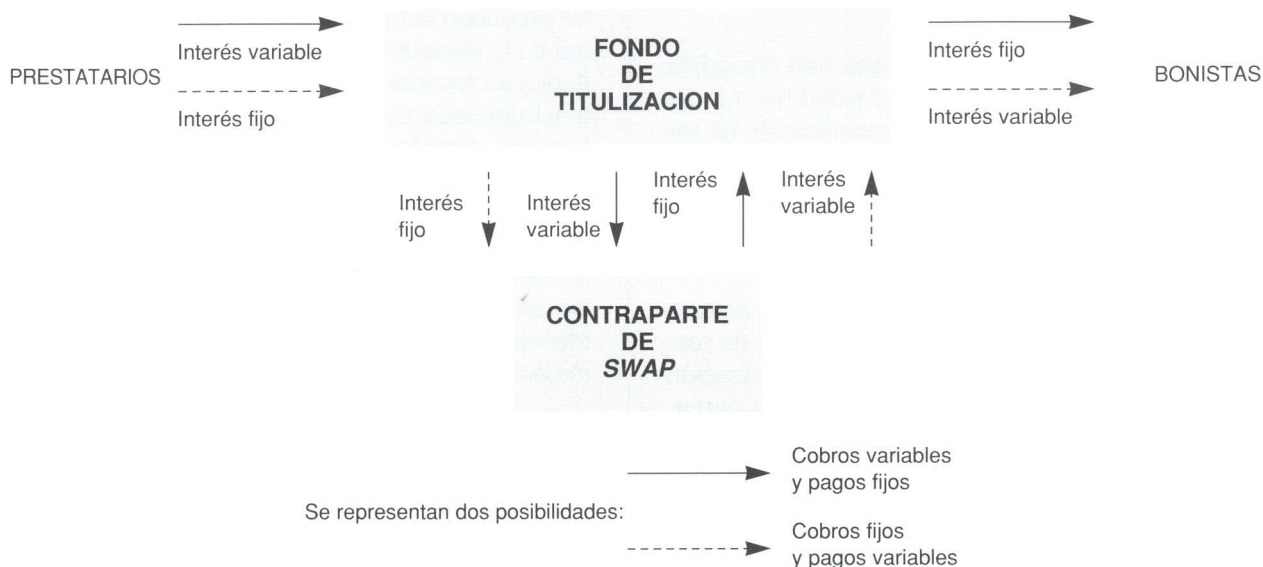
El riesgo de interés, centrado en el FT, surge por la distinta incidencia de las variaciones de los tipos de interés de mercado en el activo (préstamos adquiridos) y en el pasivo (valores emitidos). Concretamente hay tres supuestos de los que señalábamos en el segundo epígrafe que potencialmente pueden ocasionar problemas de liquidez al FT. Consisten en:

- 1) Percepción de intereses a tipo fijo y pago a tipo variable. Riesgo en caso de subida del tipo de referencia.
- 2) Percepción de intereses a tipo variable y pago a tipo fijo. Riesgo en caso de bajada del tipo de referencia.
- 3) Percepción y pago de intereses a tipo variable, pero con distinto índice de referencia. Riesgo en caso de evolución desigual de los indicadores.

La forma de cobertura más frecuente en las ET consiste en la contratación de permutas financieras de intereses o también llamados contratos *swaps*. Se trata de un contrato en que las dos partes acuerdan intercambiar dos flujos de pagos de intereses sobre un principal que sirve de referencia y durante un determinado plazo. Los dos primeros supuestos se formalizarían a través de la modalidad *coupon swap* (fijo contra variable) y el tercero con el *basis swap* (*swap* de bases) (34). En el caso de que haya que cubrir adicionalmente el riesgo de cambio se acude al llamado *cross-currency swap* (35) (*swap* cruzado).

Veamos esquemáticamente, en el cuadro número 3, cuál sería la posición del FT según la situación de partida al suscribir el *swap* de intereses y su confrontación con la evolución de los tipos de interés en el mercado.

CUADRO NUM. 3
POSICION DEL FONDO DE TITULIZACION



POSICION DEL F. T.	RIESGO A CUBRIR	ACTUACION (*)
A) Recibe variables paga fijos	Disminución de tipos	Pagador variable
B) Recibe fijos paga variables	Aumento de tipos	Pagador fijo

(*) Indica, en caso de evolución contraria a la cubierta, cuál es la obligación para el Fondo de Titulización.

En el supuesto, no recogido en el cuadro número 3, de que la diferencia se produzca en las bases de referencia para la determinación de los intereses variables, lo más aconsejable es que se acuda a una permuta en la que se obtengan intereses referenciados con la misma base con la que se calculan los intereses variables abonados a los bonistas.

Debe mencionarse el frecuente empleo de los contratos de permuta financiera para extraer parte o todo el margen financiero de la operación de titulización, margen a favor de la entidad cedente.

6. Acuerdos de recompra de la deuda viva

Mediante los mismos se consigue proporcionar liquidez al FT cuando el saldo vivo de operaciones traspasadas no rebase un determinado nivel respecto al volumen de deuda inicialmente titulizada. Acuerdo que debe formalizarse con una entidad financiera que posea el *rating* suficiente y que no

excluye a la propia entidad originadora. Según el marco regulador y la estructura de costes, los recursos obtenidos pueden destinarse a la amortización de los valores todavía no amortizados o bien cumplir el calendario de reembolsos inicialmente previsto.

VII. MECANISMOS INTERNOS DE MEJORA CREDITICIA

1. Sobrecobertura o sobredimensionamiento

Consiste en la cesión al FT de un conjunto de préstamos cuyo valor financiero supera al importe recibido como consecuencia de la emisión de los bonos, por lo que el FT no tiene, en este caso, un valor patrimonial nulo. Precisamente ese exceso de generación de flujos sobre los pagos comprometidos constituyen el excedente para hacer frente al riesgo crediticio y, en general, a las necesidades de liquidez que se le puedan presentar al Fondo.

Es un sistema de mejora no utilizado en demasía, aunque por supuesto es una de las opciones posibles, y así aparece contemplado por la legislación francesa como una de las modalidades dentro de la lista cerrada que ofrece.

Las razones fundamentales que han disuadido una generalización de esta modalidad residen en el elevado coste que tiene la inmovilización de las inversiones en el activo del FT y, también la incidencia de la fiscalidad, que penaliza (36) la cesión al Fondo de una cartera que supere el importe de la deuda a emitir.

La mayor utilización que se ha realizado de esta modalidad corresponde a operaciones que no responden estrictamente al concepto de titulización que hemos delimitado, ya que están más cercanas a la financiación de la cartera de operaciones crediticias, que permanecen en el balance del originador. Nos estamos refiriendo a operaciones de refinanciación como pueden ser los bonos respaldados por hipotecas, figura operativa en Estados Unidos, Alemania y en España (cédulas y bonos), por citar tres ejemplos destacados.

También nos encontramos con la utilización de la sobrecobertura en el campo de la titulización de operaciones de financiación a través de tarjetas de crédito. En estos casos atiende a una doble finalidad. La primera, cubrir el riesgo de impago y morosidad a través del exceso de generación de corrientes de pago sobre el servicio de deuda exigido por la emisión realizada. La segunda, proteger a los inversores de la cancelación anticipada que puedan afrontar los titulares de las tarjetas, acortando la vida financiera de los valores emitidos, que por otra parte, ya por definición en estas operaciones tendrán un vencimiento inferior al resto de financiaciones estructuradas.

2. Emisiones principal/subordinada

Consiste en la distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de desigual manera entre los inversores que adquieren los bonos procedentes de la ET. En su versión más sencilla supone el lanzamiento de dos clases de títulos, es decir, la división de la emisión total en dos tramos, uno principal y otro subordinado:

— El tramo principal o clase A, que representa la mayoría de la emisión, goza de mejor *rating* que el otro tramo, y va destinado a inversores que buscan un riesgo crediticio y de tipos de interés reducido.

— El tramo subordinado o clase B, cuya principal nota definitoria es que soporta todos los retrasos e incumplimientos que puedan producirse en los préstamos de cobertura. De tal forma que, si se producen las pérdidas estimadas, los inversores de la clase A cobrarán puntualmente las cantidades prometidas de principal e intereses, y no les afectarán los incumplimientos. Esto supone que al hacerse cargo la clase subordinada del riesgo crediticio de toda la emisión suelen tener, los títulos que la componen, mayor vencimiento, una duración más incierta, un menor *rating* y un mayor rendimiento que los valores de la clase principal. Esta mayor rentabilidad que los acompaña es precisamente el coste financiero de esta modalidad de mejora crediticia interna.

En los mercados financieros en los que las ET gozan de una mayor importancia esta modalidad de mejora predomina sobre las demás. En Estados Unidos se utilizan para la mejora de las emisiones basadas en hipotecas convencionales, es decir, no susceptibles del aseguramiento por agencias estatales, desde finales de los años setenta, mientras que en Europa (37) la primera emisión A/B tiene lugar en Inglaterra en 1987 y en Francia arrancan y predominan desde la promulgación de la ley en 1988; en nuestro país la primera se realiza en 1993.

Esta modalidad presenta ventajas relevantes, seguramente la fundamental que evita la dependencia de la solvencia y consecuente calificación de una entidad externa, que, como puso de relieve la rebaja sufrida en los últimos años por varias entidades mejoradoras (aseguradoras y financieras), en los mercados financieros internacionales puede afectar al propio *rating* de las emisiones respaldadas. Además, al tener que mejorar en todo caso la clase o clases subordinadas, aumenta el número de entidades que pueden participar en la mejora, ya que dichas clases aspiran a una menor calificación crediticia.

También las emisiones A/B distribuyen el coste de la mejora por riesgo crediticio financieramente mejor al materializarlo en el mayor margen que cobran los adquirentes de dichos títulos durante la vida de la emisión cuando las mejoras alternativas repercuten sus tarifas al menos en una cantidad significativa en el momento del lanzamiento de los títulos. En definitiva, la incorporación del riesgo crediticio de una determinada emisión a un tramo de la misma permite una asignación de mercado y eficiente de dicho riesgo, ya que si la entidad cedente no retiene la clase subordinada, será adquirida por los inversores cuya aversión al ries-

go sea compatible con el que incorporan esos valores.

La necesidad de una profundización en el estudio de los activos de cobertura, la mayor complejidad en la preparación de las emisiones y la necesidad de que las clases subordinadas tengan suficientes demandantes, constituyen los principales inconvenientes de esta modalidad de autoprotección.

La demanda potencial de las clases subordinadas es el aspecto crucial sobre el que descansa el desarrollo de esta modalidad de mejora. El candidato natural para adquirir el tramo subordinado es la entidad originadora o cedente, principal interesada en que la emisión se coloque y consiga el efectivo traspaso y conversión en liquidez de la cartera traspasada. Ahora bien, esta adquisición depende, por encima de otros factores, de la normativa sobre solvencia (38), es decir, de los recursos propios que esa compra inmoviliza (39).

Las clases subordinadas pueden ser dirigidas a los inversores en general. En mercados muy desarrollados tienen gran aceptación, y entre sus demandantes se encuentran compañías de seguro, empresas no financieras, gestores de cartera fija especializados en esta clase de instrumentos, etcétera. La mayor retribución que incorporan los valores subordinados está en función de la calidad crediticia de la cartera agrupada, la existencia de alguna modalidad, cobertura específica para dicho tramo, la madurez del mercado de lanzamiento, el capital propio que deba asignarse y, por supuesto, debe plantearse el coste de oportunidad respecto de mecanismos de protección alternativos.

En la modalidad principal/subordinada pueden producirse estrangulamientos transitorios de liquidez para hacer frente al servicio de la deuda principal. Para paliarlos se han introducido dos procedimientos, que son el fondo de reserva y el traspaso de flujos (40). Mediante el primer mecanismo se crea el fondo con una aportación inicial del originador, que al final tendrá derecho a recobrar. Después se completa hasta alcanzar un determinado nivel, revisable a lo largo de la vida de la emisión, mediante los flujos destinados a la amortización del principal y/o intereses de la clase subordinada, y que quedan condicionados al servicio financiero de la clase preferente.

El segundo mecanismo no consiste en crear un fondo líquido, sino en dirigir los flujos destinados a la cancelación anticipada de la clase subordinada hacia la amortización de la clase principal, con lo que aumenta la magnitud de aquélla en el total de

la emisión y se acelera la amortización de ésta. Esta imputación disminuye tras el período de tiempo durante el cual no puede reducirse la protección de la clase principal en función del saldo de capital vivo. Comparativamente, la compensación ante faltas de liquidez que afecten a los bonos principales es inmediata en el primer mecanismo, y en el segundo la compensación tiene lugar con posterioridad, incrementando los futuros flujos financieros destinados a dichos titulares, por lo que suele ser preferido el fondo de reserva (41).

En la actualidad las tendencias respecto a esta modalidad pasan, por un lado, por crear emisiones con varios tramos subordinados en los que el riesgo crediticio sea soportado secuencialmente, comenzando por la última clase y agotada ésta ir respondiendo sucesivamente las demás en función de su respectivo volumen. Sería, por tanto, un esquema de imputación subsidiaria de las pérdidas estimadas por insolvencia. También se diseñan emisiones en las que el riesgo es soportado por todas las clases de forma simultánea y en función del saldo nominal de cada una o del balance remanente en el momento de la imputación. Por otro lado, este tipo de emisiones se prestan a incorporar innovaciones que responden a las exigencias de los inversores, como por ejemplo estructurar la clase subordinada a través de valores con interés acumulado, es decir, con pago de los intereses y capital de una sola vez a la fecha de amortización.

3. Cuenta de margen

La cuenta de margen supone un mecanismo de mejora al proporcionar un soporte de liquidez para proteger al FT de cualquier disminución o retraso que pueda producirse en los flujos de entrada previstos. La cuenta se forma por el diferencial entre los intereses abonados por los prestatarios originales y los rendimientos abonados a los bonistas, descontando, en su caso, aquellos conceptos de gastos que supongan pagos a terceros que presen servicios a la emisión. Estas diferencias netas que alimentan la cuenta son debidamente reinvertidas, teniendo en cuenta además que existen desfases temporales derivados de la diferente frecuencia de capitalización entre unos y otros flujos. Habitualmente la cuenta se deposita en la propia entidad cedente, siempre que ésta disponga de una calificación crediticia suficiente para no comprometer el *rating* de la emisión de titulización.

Este mecanismo implica, por tanto, que la entidad cedente, originadora del proceso, supedita el

margen que pueda obtener de la operación al servicio financiero de los bonos, suponiendo, por tanto, un mecanismo interno de mejora.

La cuenta suele constituirse con una aportación inicial de la entidad cedente (42), y a partir de este saldo se van añadiendo los diferenciales comentados y restando los pagos previstos, según cuál sea la ordenación que se haya realizado de los procedimientos de mejora. Una vez que el saldo alcanza un determinado nivel, cualquier remanente es entregado periódicamente a la entidad creadora de la cuenta. Además, amortizados los bonos emitidos, el saldo que presente la cuenta se reintegra a la entidad cedente, y en ese momento se manifestará el correspondiente beneficio, por lo que dicha entidad estará interesada en tutelar y supervisar todo el proceso.

La valoración por las agencias de *rating* de esta modalidad de mejora está en función del saldo previsto durante la vida de la emisión y lo que representa respecto al total de la deuda. Hay que tener en cuenta que aquellos préstamos agrupados que motiven los mayores diferenciales serán los que ante una coyuntura bajista de tipos sean los que antes puedan cancelarse anticipadamente. Igualmente relevante para la estimación de esta modalidad de autoprotección es su incardinación en el conjunto de mejoras contratadas, siendo habitual que opere como primer colchón frente al riesgo de impago.

4. Mecanismos *revolving* o de mantenimiento

La finalidad básica de esta operativa es proteger a los bonistas de la incertidumbre que acompaña a la devolución del principal por parte de los prestatarios. Incertidumbre derivada, como ya sabemos, del ejercicio de la facultad de cancelación anticipada. Mediante este mecanismo la entidad originadora se compromete, durante un determinado tiempo, habitualmente de uno a dos años desde que se lanza la emisión, a enajenar al FT contratos de condiciones análogas a los ya titulizados, recibiendo a cambio la liquidez derivada del prepago efectuado por los deudores. Con este procedimiento se consigue, por una parte, mantener el calendario previsto para los valores puestos en circulación y, por otra, asegurar que esas entradas monetarias mantengan el rendimiento financiero inicialmente previsto al diseñar la emisión de titulación.

Este mecanismo, que se plasma en el correspondiente contrato formalizado con la entidad ori-

ginadora, es más frecuente en la titulación de operaciones de financiación más sensibles a las variaciones a los tipos de interés y que además ya por definición no tienen vencimientos dilatados, como son las tarjetas de crédito o los préstamos para financiación de vehículos.

Finalidad similar se persigue con la sobre cobertura a la que ya nos hemos referido, así como mediante los contratos de reinversión a tipo de interés garantizado y, por supuesto, a través de la emisión de clases de vencimientos secuenciales o planificados. Figura contractual distinta es el compromiso por parte de la entidad originadora de reemplazar todas aquellas operaciones cedidas que no respondan a las condiciones financieras pactadas y que no supone nuevas adquisiciones, sino sólo reemplazos.

La opción elegida dependerá de la naturaleza de las operaciones titulizadas (velocidad de cancelación anticipada y vencimiento), la disponibilidad de cartera por la entidad originadora, volatilidad de tipos de interés y coste estimado de cada una de estas modalidades.

VIII. LA APLICACION DE LAS MEJORAS CREDITICIAS

Conocidos los riesgos que acompañan a las ET, y que pueden perjudicar el servicio financiero de los valores emitidos, y expuestos los distintos mecanismos de cobertura, dediquemos este apartado final a considerar las mejoras imperantes en los mercados y cómo se presentan, exponiendo a título ilustrativo las aplicadas en las dos emisiones, hasta la fecha registradas en España, después de promulgada la Ley 19/1992.

La relevancia de las mejoras crediticias en las ET es trascendental, hasta el punto de que el proceso no hubiera alcanzado (43) la aplicación que muestran los mercados si no se hubieran desarrollado los mecanismos de cobertura que hemos expuesto en los apartados anteriores. La creación de una auténtica industria o actividad económica, fundamentada en las entidades crediticias y las compañías aseguradoras, ha permitido que la solvencia asociada con la entidad originadora fuese sustituida por la cobertura prestada por mecanismos externos o internos, con lo que se produce una reasignación eficiente de los riesgos derivados de las operaciones titulizadas y una distribución también eficaz de los riesgos generados por el propio proceso.

La mejora crediticia que necesariamente acompaña en la actualidad a las ET, cuyas principales modalidades han sido expuestas en los apartados anteriores, es contrastada y objetivada por el trabajo que realizan las agencias de *rating*, cuya calificación culmina el proceso de titulización. Esta objetivación ha permitido que el nivel de mejora se estime mediante criterios profesionales y externos, quedando a la voluntad de mejora del emisor el *rating* pretendido (44) y la elección de los mecanismos aplicables. No obstante, los mercados muestran que a pesar de esta valoración profesional e imparcial, se negocian valores de la misma calificación, incluso máxima, con mayor margen para los títulos procedentes de ET que para los representativos de capital-deuda financiera o no financiera; y también valores con diferenciales de rendimiento procedentes de diferentes ET con la misma calificación, pero conseguida con distinta mejora crediticia. Estas dos realidades no reflejan otra cosa que la estimación que hacen los inversores de la mayor complejidad o incertidumbre que acompaña a las ET y la distinta evaluación de los procedimientos de mejora.

Los métodos empleados para cuantificar el grado de mejora se basan fundamentalmente, como ya vimos, en la estimación, a partir de la experiencia de la entidad cedente, de las pérdidas previstas para la cartera titulizada y, a partir de esta cifra o baremo, por factores múltiples de carteras de referencia según la solvencia (y, por ende, *rating* pretendido) se determina la cuantía de la mejora. Como razonamos al desarrollar el concepto de mejora y enumerar los riesgos potenciales para el FT, para un conocimiento certero de la protección que supone la mejora crediticia, debe atenderse a la contribución que ésta presta para conseguir la neutralización de todos aquellos factores que puedan alterar el pago previsto a los inversores. Por este motivo, la determinación del esquema de mecanismos de mejora debe basarse en simulaciones de flujos de liquidez y alteraciones de la misma, incluyendo previsiones sobre todos los factores de riesgo incluidos y, por supuesto, la morosidad y la insolvencia.

La elección de la mejora crediticia para una ET no sigue reglas válidas con carácter general, sino que se basa más bien en un examen caso a caso. Sí que podemos extraer algunas conclusiones a partir de la experiencia de los distintos sistemas financieros en los que la titulización impera. Exponemos a continuación dichas conclusiones.

1) La cobertura no se alcanza en la actualidad mediante el empleo de una única técnica de mejo-

ra crediticia, sino que la principal nota definitoria es la combinación de distintas modalidades (45) que atienden al riesgo crediticio y a los demás derivados de la transformación de flujos que realiza el Fondo de Titulización.

Únicamente la garantía prestada por agencias estatales excluye evidentemente cualquier otra forma de cobertura. La coexistencia entre diferentes coberturas obliga a profundizar en las prioridades y procedimientos de pago, siendo trascendental la interrelación y jerarquía entre los diferentes mecanismos de protección.

2) En la mayor parte de las emisiones aparece uno de los mecanismos catalogados de mejora interna respondiendo a un lógico y muchas veces reclamado compromiso de la entidad originadora/cedente con el buen fin de todo el proceso plasmado en el servicio completo de la deuda emitida.

3) El mecanismo de cobertura que predomina, presente en más de la mitad de las ET, es la estructura clase principal/clase subordinada, seguida en importancia por la garantía prestada por compañía aseguradora o entidad crediticia (carta de crédito). Con menor penetración figuran procedimientos como la cuenta de margen, el seguro de garantía financiera o, últimamente, la cuenta colateral de activos líquidos. Esta ordenación atiende a la técnica predominante en cada emisión, ya que, como venimos insistiendo, no aparecen en solitario.

Además, la importancia relativa de cada modalidad ha ido variando desde que se inicia la titulización en cada sistema financiero dependiendo de aspectos tales como el marco normativo del proceso (*v. gr.*, el impulso francés a la estructura A/B), la revisión o rebaja del *rating* que puedan sufrir compañías aseguradoras o entidades crediticias (*v. gr.*, la rebaja en el Reino Unido de las calificaciones de compañías de seguro que mejoraban ET), la existencia en los mercados de ET plenamente aseguradas (*v. gr.*, emisiones en Estados Unidos con el respaldo de las agencias estatales), la profundidad del mercado de reaseguro o redistribución del riesgo inicialmente asumido y otros factores. Se distinguen tendencias en cada mercado, aunque con la armonización de la actividad de entidades de seguros y crediticias desde el prisma de la solvencia y la aplicación del principio de libre establecimiento, los mercados tenderán hacia una aproximación en las modalidades empleadas (46).

4) Dado el abanico de coberturas aplicadas en la actualidad y la importancia de cada una de

ellas, la alternativa más frecuente opone a la estructura A/B (y sus derivadas), de un lado, con la mejora crediticia externa prestada por una entidad crediticia o aseguradora (mono o multirriesgo), de otro, atendiendo por tanto a la cobertura básica del riesgo de insolvencia y retraso. Aparte de los elementos comparativos que se han tratado al abordar cada modalidad, señalamos a continuación aquellos más destacados que se ponderan al tiempo de tomar la decisión al respecto:

— La naturaleza de las operaciones titulizadas, si se trata de préstamos hipotecarios, *leasing*, tarjetas de crédito, etc. Para plazos cortos, las entidades crediticias y aseguradoras son las más activas.

— La flexibilidad en la aportación de liquidez que se pretenda de la modalidad de mejora, ya que, por ejemplo, es mayor la prestada por una garantía bancaria que la suministrada por una póliza de seguros o la implícita en la estructura A/B.

— La repercusión en la rentabilidad financiera de la ET que busca la entidad cedente, ya que algunas modalidades conllevan directa o indirectamente la afectación de recursos propios.

— La complejidad que presenta la arquitectura de la emisión, así como si se trata de primeras emisiones en el mercado o por el contrario ya

gozan de aceptación. A mayor complejidad y novedad en el sistema, tienden a prevalecer mejoras externas, salvo que la clase subordinada sea absorbida por la entidad cedente o sociedad vinculada.

— El coste de cada modalidad. En la medida que se puedan calcular sobre emisiones homogéneas, la más barata es la modalidad A/B, a continuación las garantías bancarias o pólizas de seguro y finalmente, con un mayor precio, la garantía cien por cien. Ahora bien, al gozar de un mejor *rating*, puede que el resultado final del proceso, plasmado en el margen financiero que obtiene la entidad cedente, aconseje acudir a la mejora crediticia de mayor precio.

— La modalidad A/B plantea el problema específico de la colocación de la clase subordinada que concentra el riesgo crediticio de la emisión. Si dicha clase se destina a los inversores, sin perjuicio de que cuente con mejora crediticia externa, contará con un mayor rendimiento reflejando precisamente el coste implícito de esta forma de cobertura.

A título ilustrativo, y como corolario, veamos el contenido básico de las mejoras crediticias aplicadas en las emisiones (47) que han tenido lugar en nuestro país al amparo de la Ley 19/1992, y cuyos datos más significativos se recogen en el cuadro núm. 4.

CUADRO NUM. 4
MEJORAS CREDITICIAS

CONDICIONES DE LA EMISION

FONDO DE TITULIZACION: HIPOTECARIO 1
SOCIEDAD GESTORA: EUROPEA DE TITULIZACION, S. A.
ENTIDAD CEDENTE: BANCO HIPOTECARIO, S. A.

DATOS DE LA EMISION	NOMINAL (millones)	PRECIO DE EMISION Y REEMBOLSO	VALOR NOMINAL	INTERES NOMINAL ANUAL	INTERES (1) EFECTIVO	PLAZO (2)	CALIFICACION MOODY'S	PONDERACION COEF. SOLVENCIA
SERIE A (PRINCIPAL)	10.982	100 %	1.000.000 Ptas.	MIBOR a 3 meses + 0,40 % Pago trimestral	11,52 %	Hasta 27 / 11 / 2009	Aaa	50 %
SERIE B (SUBORDINADA)	518	100 %	1.000.000 Ptas.	MIBOR a 3 meses + 1,25 % Pago trimestral	12,46 %	Hasta 27 / 11 / 2009	A2	100 %

(1) Calculado sobre intereses brutos y considerando el interés del primer período (serie A = 10,59 % y serie B = 11,45 %) fijo durante toda la vida de la emisión.

(2) La última fecha prevista en el calendario teórico de amortización es el 27 / 2 / 2007. No obstante, para contemplar el retraso derivado de una posible recuperación por impago, se fija esa fecha como final. La vida media de los bonos se ha estimado en 6,35 años.

CONDICIONES DE LA EMISION

FONDO DE TITULIZACION: HIPOTEBANSA 1
SOCIEDAD GESTORA: EUROTITULIZACION HIPOTECARIA
ENTIDAD CEDENTE: HIPOTEBANSA

DATOS DE LA EMISION	NOMINAL (millones)	PRECIO DE EMISION Y REEMBOLSO	VALOR NOMINAL	INTERES NOMINAL ANUAL	INTERES EFECTIVO	PLAZO (1)	CALIFICACION IBERATING	PONDERACION COEF. SOLVENCIA
UNICA SERIE	13.500	100 %	1.000.000 Ptas.	10,25 anual Pago semestral	10,52 %	Hasta 30 / 06 / 2010	AA	50 %

(1) Vida media de los bonos de 5,62 años.

Los *elementos de mejora* empleados son:

1) *Préstamo subordinado o cuenta de crédito suplementaria*, cuya finalidad esencial es cubrir los gastos de constitución que debe soportar el FT, así como los desfases iniciales de tesorería consecuencia de la necesaria suscripción de las participaciones hasta que éstas generen los ingresos previstos.

El contrato de financiación, formalizado en ambos casos con una entidad crediticia perteneciente al mismo grupo que la originadora, está postergado en rango respecto a los demás acreedores del Fondo de Titulización.

2) *Contrato de reinversión a tipo de interés pactado*. Concebido esencialmente para reducir el riesgo de interés que afronta el FT respecto a la necesaria reinversión de los flujos intermedios de liquidez que obtiene y cuya causa fundamental será el ejercicio por los prestatarios de la opción de cancelación anticipada. Se define de manera más detallada en la emisión de *Hipotecario 1*, en la que se remunera tanto la reinversión de flujos de principal como de intereses, limitando además el destino transitorio de dichos fondos.

3) *Contrato de permuta financiera de intereses*. Atiende a la cobertura del riesgo derivado de diferencias entre los intereses activos y pasivos, con la diferencia de que en el caso de la emisión de *Hipotecario 1* el interés de los bonos es también variable, como el de los préstamos subyacentes, pero con distintos índices de revisión, fechas de modificación y frecuencias de pago.

4) *Fondo o cuenta de reserva*. Mecanismo que persigue garantizar, a través del mantenimiento de un nivel mínimo prefijado, en el peor de los casos, la liquidez suficiente para atender la cobertura del saldo vivo, en cada período, de la deuda emitida por el FT, constituyendo un procedimiento de autoprotección.

5) *Seguros de daños*. En ambas emisiones se traspasan a los FT, y por tanto a los bonistas respectivos, los derechos que procedan sobre las indemnizaciones provenientes de los contratos de seguros formalizados en origen al contratar los préstamos hipotecarios.

6) *Garantías otorgadas*. En ambos casos bien la entidad cedente, bien alguna entidad financiera del grupo, según el caso, garantiza la recompra de aquellas participaciones hipotecarias que no se ajusten a las condiciones pactadas, así como el *blindaje* jurídico del FT respecto a procesos de insolvencia en que puedan verse inmersos la enti-

dad cedente o la gestora. Asimismo, se aseguran las obligaciones asumidas por la entidad contraparte en el contrato de reinversión y en el contrato de permuta de intereses.

7) La diferencia fundamental entre ambas emisiones consiste en la existencia de *una clase principal* y una *clase subordinada* en la emisión de *Hipotecario 1*. La clase subordinada representa el 4,5 por 100 del total de la emisión y se establece la subordinación al afirmar que los pagos de intereses y de reembolso de principal de los bonos de la serie B estarán subordinados a los pagos de intereses y de reembolso de principal de los bonos de la serie A. El porcentaje que representa la serie subordinada se aproxima al porcentaje de impagados que se estima sobre la cartera inicial (que es del 5 por 100) y se distribuye linealmente los ocho primeros años. Al simular el comportamiento de la cartera se supone que se recupera el 65,62 por 100 del principal y el total de intereses ordinarios y de mora, además de los gastos suplidos, sin indicar el retardo temporal medio empleado en dicho recobro.

Configurada la titulización como auténtica cesión de cartera *pro soluto* no es posible en ninguno de los dos casos la apelación a la entidad cedente, y tampoco se acude a la sobrecobertura, al adquirir el FT un importe de participaciones igual a los bonos emitidos.

NOTAS

(1) Mediante el concepto de riesgo nos referimos en este epígrafe a todos los factores que de manera contingente pueden afectar negativamente a la inversión del titular de los valores emitidos, es decir, que le exponen a posibles pérdidas económicas, consecuencia de la actuación de los deudores y/o la sociedad gestora y demás participantes.

(2) Esta función, típica del negocio bancario, añade los riesgos de liquidez y de tipos de interés, mientras el riesgo crediticio ya está presente en la mera función de intermediación. Las emisiones pioneras tipo *pass-through* del mercado norteamericano son las más identificables con una intermediación en sentido estricto. Véase Ducos, P.: «The macroeconomic implications of securitisation - a French point of view», en MORRISEY, H. (ed.): *International Securitisation*, IFR Publishing Ltd., 1992, pág. 246.

(3) Las razones para una posible prima de rentabilidad demandada en los títulos respaldados por activos son la mayor iliquidez, la mayor incertidumbre en los calendarios de pago debido a la posibilidad de cancelación anticipada, la posible rebaja en los *ratings*-soporte o la complejidad inherente a las ET. Estos aspectos son destacados para el mercado europeo en O'SULLIVAN, P., «Asset-backed securities. From niche to mainstream. What's in a guarantee?», en *Euromoney, International Bond Investor*, junio 1993, pág. 32.

(4) La importancia y desarrollo de la liquidez en las ET puede consultarse en el trabajo de BANTZ, B., y JACKSON, D.: «Review of the US asset-backed securities market», en MORRISEY, H., *ob. cit.*, págs. 33 y sigs. En este trabajo se analiza un producto de segunda generación como es un índice compuesto por distintas ET denominado Goldman Sachs Liquid Asset-Backed Securities Index.

(5) Enumeración de estos riesgos en los siguientes autores: BEAUMONT, R.: «Securitization structures in the UK», en NORTON, J., y SPELLMAN, P. (eds.): *Asset Securitization. International, financial and legal perspectives*, Blackwell Finance, 1991, págs. 56 y sigs.; RANDALL, C.: «Regulatory problems in the securitization of bank assets», en *Financial Services Yearbook*, National Center of Financial Services, 1988, pág. 149; LEWIS, M.: «Bank enhancements and subordinated debt», en SHAW, Z. (ed.): *International Securitisation*, MacMillan Publishers Ltd., 1991, pág. 172; HENDERSON, J., y SCOTT, J.: *Securitisation*, Woodhead-Faulkner Ltd., 1988, pág. 53; WEIR, R.: «Profile of a specialist mortgage lender», en BONSALL, D. (ed.): *Securitisation*, Butterworths Ltd., 1990, pág. 77, y en la misma obra, ORCHART, P.: «A merchant banker views the market», pág. 129.

(6) Por su parte, J. KEIGHLEY distingue cuatro áreas de riesgo en la titulización crediticia:

1) Riesgo crediticio o de insolvencia procedente de las operaciones titulizadas.

2) Riesgos estructurales derivados de la efectividad legal de la transmisión de los préstamos al FT, de la neutralidad fiscal de la operación y del cumplimiento de los requisitos impuestos por las autoridades monetarias.

3) Riesgos operativos en la actuación del FT que pueden producir mayores costes, incluso pérdidas.

4) Riesgos financieros derivados de alteraciones en los flujos como consecuencia de cancelaciones anticipadas o recuperaciones.

Nuestra tipología se centra en los riesgos que afectan a la producción de flujos a favor del FT; podemos llamarlos financieros incluyendo el riesgo crediticio y el operativo o de gestión, ya que la otra categoría de riesgo, el estructural, es el punto de partida de la propia operación, pues no puede exponerse una entidad a que la operación no tenga el tratamiento de titulización. La referencia en KEIGHLEY, J.: «Risks in securitisation transactions», en STONE, C.; ZISSU, A., y LEDERMAN, J. (eds.): *The global asset backed securities market*, Probus Publishing Company, 1993, pág. 99.

Aparte de la enumeración de riesgos que realizamos, se pueden encontrar algunos específicos derivados de características peculiares y propias de las operaciones titulizadas o de los valores emitidos. Ejemplos de este tipo de riesgos y su cobertura en MANSSON, F.: «Credit enhancement», en STONE, C. (1993), *ob. cit.*, pág. 170, que describe el riesgo de refinanciación, también presente en las emisiones de titulización de préstamos hipotecarios que se financian mediante papel comercial o valores a corto plazo. Este último supuesto en HELLMAN, C.: «MAES ECP N.1 PLC: An example of the risks and rewards of asset-backed eurocommercial paper», en STONE, C., y otros (1993), *ob. cit.*, pág. 292.

(7) Así considerado en la titulización, entre otros, en BEAUMONT, R.: «Securitization structures in the United Kingdom (with emphasis on mortgage-backed securities)», en NORTON, J., y SPELLMAN, B., *ob. cit.*, pág. 56; CARRASCOSA, A.: «El inicio de la titulización del mercado hipotecario español», en *Cuadernos Económicos de ICE*, noviembre de 1991, pág. 3688, y ROSEN-

THAL, J., y OCAMPO, J.: *Securitization of credit*, McKinsey & Company, 1988, pág. 9.

(8) Realizado por la Federación Hipotecaria de la CEE, titulado «Mesures de coordination des procédures de saisie-exécution immobilières», 1991.

(9) El riesgo crediticio tiene en las ET un tratamiento diferenciado aprovechando la experiencia de la propia entidad cedente. Previamente a la cesión del paquete seleccionado al FT, se depura el mismo para reducir en la medida de lo posible el riesgo de falencia. Rutinas habituales con este objetivo consisten en eliminar préstamos a empleados o personas físicas o jurídicas vinculadas, evitar un elevado riesgo sistemático producto de una notable concentración por sectores o por áreas geográficas y otras medidas que redundan en beneficio de la propia entidad originadora, que seguramente tendrá que asumir un determinado nivel de riesgo de pérdidas por impago.

(10) En este mismo sentido, LEVENFELD, G.: «Financiación tradicional del crédito hipotecario y titulización», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, núms. 14/15, 1991, pág. 55, y también ROSENTHAL, J., y OCAMPO, J., *ob. cit.*, pág. 66.

(11) Comparando los distintos valores emitidos en Estados Unidos en el ámbito de los *pass-throughs* hipotecarios y contando con pagos a meses vencidos por los prestatarios, nos encontramos con retrasos desde cuarenta y cinco días en los GNMA hasta los setenta y cinco días de los FHLMC (incluidos los treinta días de la pospagabilidad). La referencia, junto con un cálculo de la incidencia en el precio de esta demora de gestión, en LOWELL, L.: «Mortgage pass-through securities», en FABOZZI, F. (ed.): *The handbook of mortgage-backed securities*, Probus Publishing Company, 1992, págs. 71-72.

(12) Con una dimensión diferente en el caso de bonos de titulización debido a la incertidumbre de la cancelación total o parcial, que recibe analíticamente el tratamiento de opción implícita.

(13) Obviamos la trascendencia que desde una perspectiva de gestión patrimonial y cuenta de resultados tendrían para el FT las oscilaciones de los tipos de interés, debido a que nuestro objetivo en este trabajo consiste en definir los factores de riesgo que pueden incidir en los pagos que deben recibir los bonistas y los mecanismos de protección diseñados para hacerles frente.

(14) Sobre la distinta aversión al riesgo de interés del inversor final y del intermediario financiero cedente y la conveniencia de su reparto en el marco de la titulización, véase DUCOS, P., en MORRISEY, H. (ed.), *ob. cit.*, págs. 248 y siguientes.

(15) Pueden existir discrepancias notables, ya que si nos fijamos en el espacio financiero comunitario y para los préstamos hipotecarios, se pueden distinguir tres clases de tipos de interés variable:

1) A tipo revisable. La propia entidad ajusta el tipo activo según la evolución de sus costes de refinanciación.

2) A tipo de interés renegociable. El tipo se renegocia entre las partes al final de subperiodos pactados e inferiores a la duración total del contrato.

3) A tipo de interés referenciado. El tipo activo se marca en función de otro tipo que se pretende sea representativo de la evolución del mercado.

Por el contrario, la variabilidad de los intereses pagados a los inversores se determina mayoritariamente en función de un tipo de referencia, evitando la fijación unilateral o la periódica negociación.

(16) Ejemplo relevante son las emisiones del mercado inglés denominadas HMC Mortgage Notes 101-102 PLC, en las que se lanzaron valores a dos años y se titulizaron préstamos hipotecarios de vencimiento contractual a veinticinco años. La trascendencia que tiene la vida financiera de los activos a titular al diseñar la estructura es resaltada en BRADT, K., y McDONALD, J.: «Choices in securitisation», en STONE, C., y ZISSU, A., y LEDERMAN, J.: *Asset securitisation: Theory and practice in Europe*, Euromoney Books, 1991, págs. 223-225.

(17) Por todos, véase MILLARD, N.: «The development of credit enhancement in Europe», en STONE, C., et al. (eds., 1991), *ob. cit.*, págs. 47 y sigs. Este autor se refiere a la sustitución del amparo patrimonial que presta el balance de la entidad crediticia cedente por los procedimientos de mejora crediticia.

(18) Otra tipología que puede aportarse es la que diferencia tres categorías:

1) Coberturas contratadas al originarse las operaciones crediticias, con independencia de su titulación posterior.

2) Coberturas convenidas en el momento de diseñar la ET, constituyendo el núcleo fundamental de la mejora.

3) Coberturas que pretenden asegurar los desfases de liquidez motivados tanto por la gestión como por la transformación de plazos, ley financiera o moneda de pago.

Enumeración de técnicas de mejora crediticia en los siguientes trabajos: BUERGER, T., *ob. cit.*, pág. 28; WENMAN, S.: «Credit enhancement: Introduction and overview», en SHAW, Z., *ob. cit.*, pág. 189; KOTECHA, M.: «The role of insurance in asset-backed securities», en MORRISEY, H. (ed.), *ob. cit.*, páginas 195 y siguientes.

(19) Para el examen de estas agencias y sus programas de emisiones de titulación puede consultarse, por ejemplo, BARTLETT, W.: *Mortgage-backed securities*, Prentice Hall, 1989, páginas 108 y sigs. Exhaustivo y fundamentado sobre el mercado hipotecario norteamericano es el trabajo de MADRID PARRA, A.: *El mercado hipotecario*, (EE.UU.-España), Banco Hipotecario de España, 1988.

(20) Baste como muestra representativa que hasta la aparición de los programas de la FHA sólo existía en el mercado la hipoteca *globo* o de una única amortización del principal, de difícil asunción para cualquier establecimiento de crédito al ser a plazo largo. FHA introduce la hipoteca, clásica de los años posteriores, de amortización periódica de capital e intereses mediante el sistema progresivo y a quince o treinta años de plazo de duración.

(21) Las emisiones tipo *pass-through* completamente modificadas garantizan total y puntualmente el pago de intereses y el principal, cualquiera que sea la evolución de los préstamos titulizados, recibiendo la máxima calificación crediticia equiparable a la Deuda del Tesoro. Las emisiones modificadas garantizan a su tenedor el pago puntual de los intereses y la devolución del principal, aunque esta última no en el plazo estipulado. No obstante, sí que se marca un límite máximo para amortización del capital, sin que exceda habitualmente de un año desde la fecha comprometida con el bonista.

(22) El desarrollo de estas formas de aseguramiento puede consultarse por todos en FABOZZI, F., y MODIGLIANI, F.: *Mortgage and mortgage-backed securities markets*, Harvard Business School Press, 1992, págs. 69 y siguientes.

(23) No tratamos expresamente como modalidad de seguro contratado en origen el crédito *endowment*, habitual en

Inglaterra y trasplantado a otros países de Europa. Básicamente consiste en la combinación de la operación de financiación con un seguro de amortización superpuesto con una finalidad esencialmente fiscal. El prestatario paga cada período de liquidación los intereses sobre el nominal contratado, que se mantiene constante, y al mismo tiempo abona una prima prefijada, de acuerdo con una póliza de seguro cuya prestación consiste en amortizar al vencimiento del préstamo el importe de éste. De esta manera, si la legislación fiscal aplicable lo permite, se obtienen las ventajas fiscales consistentes en la deducibilidad máxima de intereses, ya que hasta el final no se amortiza nada del capital y también el beneficio fiscal de la operación de seguro suscrita. Ahora bien, desde el punto de vista de la cobertura del riesgo de insolvencia, esta modalidad no aporta mayor garantía; en el mejor de los casos puede alcanzar a la suscripción de un seguro de amortización.

(24) En determinados mercados como el inglés, las propias compañías aseguradoras son generadoras de préstamos hipotecarios, con lo que se les presentan tres líneas de producto para incorporar o aplicar a dichas operaciones. En primer lugar están las pólizas de garantía de indemnización hipotecaria; en segundo, las que amparan riesgos contingentes, y en tercero, las diseñadas para el paquete de préstamos agrupados, es decir, genuinamente de mejora crediticia. Las dos primeras han sido analizadas en este epígrafe y la tercera es la del siguiente.

(25) Usualmente se incluye este concepto en la póliza de seguros. Para el planteamiento del funcionamiento véase por todos, WENMAN, S.: «Insurance-based credit enhancement», en SHAW, Z. (ed.), *ob. cit.*, págs. 199-200.

(26) Véase SMITH, D.: «Financial guaranty reinsurance: bridging global asset-backed securities», en STONE, C., et al. (1993), *ob. cit.*, págs. 189-190.

(27) Datos obtenidos para ET hipotecarias, ya que para ET no hipotecarias los costes son superiores alrededor de 60 a 70 puntos básicos adicionales. Es difícil la comparación en base al coste con otros mecanismos de mejora, especialmente los de mayor implantación, como las cartas de crédito o las estructuras principal/subordinadas, desde el momento que la amplitud y operatividad de la cobertura no es igual. Sí que debe señalarse que en ámbitos como el europeo la regulación de los recursos propios es más permisiva para las compañías de seguro al determinar los mismos atendiendo más al volumen de primas facturadas que al riesgo económico asumido según ramas de actividad.

(28) No hay más de una docena de entidades monolínea de aseguramiento financiero, entre las que destacan AMBAC Indemnity Corporation, Capital Guaranty Insurance Company, MBIA (ya citada), Financial Guaranty Insurance Company (FGIC), Capital Markets Assurance Corporation (CapMac) y Financial Security Inc (FSA), estas dos últimas muy activas en el campo de las emisiones de titulación.

(29) La calificación triple A de que gozan estas compañías es otorgada por las principales agencias como S & P, Moody's y Fitch. En la actualidad no existe un número igual de Bancos que gocen de la mejor calificación. No obstante, mientras que para las compañías monolínea es esencial gozar de la máxima solvencia, el negocio bancario no exige tal requisito para un normal desenvolvimiento.

(30) La explicación del concepto y la distinción de figuras afines en BENNETT, B.: «Off balance sheet risk in banking: The case of standby letters of credit», en *San Francisco Federal Bank Review*, 1989, págs. 19-29, y MILLARD, N., y SEMKOW, B.:

«The new risk-based capital framework and its application to letters of credit», en *Banking Law Journal*, núm. 500, 1989.

(31) Que en su variante más rigurosa se configura como garantía a primera demanda, es decir, sin posibilidad de oposición de ninguna clase a la hora de cumplir la entidad avalista frente al beneficiario de la garantía.

(32) En la actualidad la combinación de la carta de crédito con modalidades internas de garantía como la cuenta de margen o la colateral implica que el recurso de la garantía bancaria no sea el primero. En todo caso es esencial, a este respecto, conocer en cada emisión cuál es la prelación de ingresos y disposiciones que corresponden al FT, ya que sólo a través del mismo se obtiene la jerarquización de los mecanismos de mejora introducidos. Es interesante contrastar, por ejemplo, la utilización diferente que se puede pactar de una carta de crédito en dos emisiones basadas en préstamos de la misma naturaleza, como por ejemplo la financiación de automóviles, mediando la misma entidad financiera mejoradora. Nos referimos concretamente a la emisión CARS en Inglaterra y la emisión de Citifin España, primera en nuestro país de préstamos de esa naturaleza, eso sí, antes de promulgarse el marco normativo de la titulización. La primera emisión se estudia en KEIGHLEY, J.: «The experience of CARS (UK)», en SHAW, Z., *ob. cit.*, págs. 85-105, y la segunda en LEWIS, M., *ob. cit.*, págs. 181 y siguientes.

(33) Aunque es factible acudir a operaciones de cobertura en mercados organizados como pueden ser permutas, futuros, opciones y *fras*, la ventaja de esos contratos es que ofrecen un traje a medida de las necesidades del FT que no puede estimar con la suficiente certeza cuáles van a ser sus excedentes, producto esencialmente de la cancelación anticipada. Además, la conveniencia de un contrato marco para toda la vida del FT se ve resaltada por la finalidad esencial de la actuación del propio Fondo, que no es otra que cumplir con las obligaciones de pago asumidas, finalidad que preside toda la planificación de la entidad gestora por encima de consideraciones de optimización de resultados a favor de la entidad cedente.

(34) Omitimos el supuesto de riesgo por intereses fijados sobre una misma base, para el cual se utilizaría la modalidad flotante contra flotante. En las emisiones de titulización este riesgo queda neutralizado porque la empresa contraparte del FT se acomoda para la liquidación a los períodos que tiene previstos el Fondo.

(35) En estas operaciones el intercambio no es sólo de flujos de intereses, sino de principal, que, por tanto, no es sólo de referencia o notional.

(36) Véase, por ejemplo, el caso francés en FRERES, M.; CAMBONE, V., y ALBESSARD, M.: «La titrisation», en *Option Finance*, número 174, 1991, págs. 26-28.

(37) La difusión en Europa de esta técnica en WENMAN, S., en SHAW, Z., *ob. cit.*, págs. 207-210.

(38) La legislación internacional aplicable en esta materia atiende como principios rectores al Acuerdo de Basilea aprobado en julio de 1988 por el Banco Internacional de Pagos de Basilea, Suiza. En el ámbito comunitario tiene carácter supranormativo la Directiva sobre solvencia de las Entidades de Crédito, no traspuesta todavía a todas las respectivas legislaciones nacionales.

(39) Con especial intensidad cuando uno de los objetivos de la titulización, como vimos, es la liberación de recursos propios con la mejora consiguiente de las *ratios* de rentabilidad económica y financiera.

(40) Estos procedimientos en GERBER, R.: «Introduction to private legal pass-through securities», en FABOZZI (ed.), *ob. cit.*, páginas 122-123.

(41) Véase FINNERTY, J.: «Sources of value-added from structuring asset-backed securities to reduce or reallocate risk», en la monografía de STONE, C., *et al.* (1993), *ob. cit.*, páginas 54-55.

(42) Aportación que debe tenerse presente a la hora de evaluar el coste efectivo que supone la titulización como fuente de financiación, ya que esa aportación implica afectación de recursos propios.

(43) Por todos, la significación de la mejora crediticia en la titulización en KOTECHEA, M.: «The role of insurance in asset-backed securities», en MORRISEY, H. (ed.), *ob. cit.*, pág. 193.

(44) Esta afirmación debe ser matizada, lógicamente, por la consolidación y valoración que en cada mercado se realice de los *rating* crediticios, y asumiendo, por supuesto, que las ET deban ser calificadas.

(45) Hay alguna mejora crediticia que impone para asegurar una ET que previamente concurren coberturas que soporten primeras pérdidas, como sucede con el seguro de garantía financiera. Por otro lado, hay operaciones financieras que ya cuentan con procedimientos de cobertura con independencia de que sean objeto o no de posterior titulización, como es el caso de los préstamos hipotecarios.

(46) Con algunas excepciones, no son directamente traspasables las modalidades de mayor aplicación en el mercado norteamericano especialmente en el campo de las ETH, donde, como se ha constatado, el enfoque es radicalmente diferente por la presencia de las agencias estatales.

(47) Toda la información que sigue ha sido obtenida de los folletos públicos de las respectivas emisiones.