

«EL PROCESO DE TITULIZACION EN ESPAÑA NO HA SIDO FAVORECIDO MEDIANTE UN TRATAMIENTO FISCAL ESTIMULANTE»

Gregorio MAYAYO CHUECA
Presidente de la Asociación Hipotecaria

El diseño técnico de los fondos es razonablemente bueno, opina Gregorio Mayayo Chueca, Presidente de la Asociación Hipotecaria, aunque añade que «su creación formal es muy rígida y farragosa» y también

apunta algunos errores técnicos, como la vinculación, de por vida, del fondo a la gestora, o que al diseñar los fondos se optó por definir un solo tipo de títulos, que convierte el proceso en excesivamente costoso para los inversores institucionales.

—¿Qué opinión le merece la regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria?

—El marco normativo básico de la titulización hipotecaria lo constituyen el RD 1289/91, de Reforma del Mercado Hipotecario, y la Ley 19/92, sobre Fondos de Titulización.

La primera de estas normas tenía como objetivo fundamental restituir a las participaciones hipotecarias el valor que les atribuía la Ley 2/81, del cual habían sido desposeídas por disposiciones posteriores.

El proyecto que se redactó para ser enviado al Consejo de Ministros bastaba por sí solo para crear en España un modelo de titulización de primer grado, equivalente al principal sistema que ha funcionado en Estados Unidos durante muchos años, y que sigue manteniendo plena vigencia a pesar de la aparición de títulos transformados como los MBS, CMOs, etcétera.

Para ello definía una participación hipotecaria muy similar al *pass through* anglosajón que, además de servir de instrumento específico para la titulización de primer grado, hubiera sido una excelente materia prima para el segundo nivel de titulización.



Las modificaciones y la redacción definitiva, que se dio a los artículos 71.3 y 74.6 en el comité de subsecretarios previo, redujeron casi a la nada el alcance de la reforma perseguida.

En esencia la titulización consiste en la transferencia plena del crédito y su garantía mediante el título que lo representa y en la posibilidad de desvincular totalmente el préstamo, incluso para su administración, de la entidad que lo ha originado.

El artículo 71.3, al residenciar una «titularidad parcial» (concepto inexplicable para los especialistas en derecho de la propiedad) en el originador del préstamo y vincularle para su administración hasta la amortización definitiva, hace jurídica y financieramente muy dudoso el proceso de titulización (1).

El acceso de los particulares al primer nivel de titulización, mediante las participaciones hipotecarias, queda definitivamente impedido por el artículo 74.6, mientras no se derogue su segundo párrafo (2).

Al resultar tan disminuido el Decreto de Reforma en su versión definitiva respecto a su objetivo

inicial, surgió la necesidad de acelerar el desarrollo de una Ley específica de titulización.

A pesar de estas limitaciones, tras la aparición del decreto se lanzaron algunas emisiones que en esencia equivalían a las emisiones USA de *modified pass-through*, que tuvieron una excelente acogida en el mercado y que, dada la evolución posterior que ha tenido la legislación española en la materia, difícilmente volverán a repetirse.

Todas estas circunstancias privaron a los redactores de la Ley, y al propio mercado, de la experiencia previa y del desarrollo tecnológico que debía aportar el primer nivel de titulización.

«Una parte considerable de las carteras hipotecarias no están protegidas contra la amortización anticipada»

La Ley 19/92 tenía como finalidad posibilitar la titulización de segundo grado, a partir de la nueva definición de la participación hipotecaria que debía haber hecho el Decreto de Reforma.

El fallo técnico más evidente de esta Ley, fruto sin duda de la inexperiencia, radica en no haber subsanado los errores cometidos en la redacción del Decreto de Reforma, que condicionan seriamente su propia eficacia.

Más aún, la Ley incurre también en un error similar al vincular, de por vida, el fondo a la gestora que lo ha creado (art.5.º 2), sin prever la sustitución de esta última ni aun en caso de crisis grave de la misma (suspensión, quiebra, disolución, etcétera).

Otro error técnico grave de carácter general es que al diseñar los fondos, por desconocimiento de la realidad de otros mercados, o por mimetismo irreflexivo, se optó por definir un sólo tipo de títulos, que tienden a imitar a los CMOs. Este es un procedimiento de titulización excesivamente costoso para muchos inversores institucionales, que son los principales demandantes de títulos hipotecarios.

Por lo demás, el diseño técnico de los fondos, a pesar de que su creación formal es muy rígida y farragosa, es razonablemente bueno, si aceptamos la automutilación que representa haber renunciado expresamente a otras vías alternativas menos costosas y con una gran demanda potencial.

El diseño de las gestoras, en cambio, es poco afortunado. Aunque ya era previsible la autorización a corto plazo de otras titulizaciones distintas a la hipotecaria, se circunscribió intencionadamente

su objeto único a esta última actividad. Esto puede plantear una duplicidad de estructuras, tecnología, medios materiales y humanos, capital, etc., totalmente injustificable.

Aun pretendiendo que la iniciativa de la creación de las gestoras y su propiedad fuera estrictamente privada, les hace responsables legales de la representación y defensa de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren.

Como consecuencia de esta concepción prevé la posibilidad de limitar reglamentariamente la participación en el capital o en los derechos de voto de las gestoras.

A pesar de que ya han visto la luz dos emisiones de Bonos de Titulización Hipotecaria (BTHs), el conjunto de defectos mencionados en nuestro marco normativo ayuda muy poco a crear un mercado de titulización con profundidad suficiente.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—La bajada de tipos de interés, considerada de forma aislada, debería ser un estímulo positivo para el desarrollo de los fondos de titulización hipotecaria. Sin embargo, en un mercado tan poco estructurado como el nuestro corre el riesgo de convertirse, indirectamente, en un condicionante negativo.

Una parte considerable de las carteras hipotecarias no están protegidas contra la amortización anticipada, lo cual, unido al deficiente funcionamiento de los procedimientos de indexación actuales, podría introducir en las mismas un riesgo de prepago muy elevado.

La solución definitiva que se dé a la polémica suscitada, sobre el desarrollo de diversos procedimientos orientados a facilitar la sustitución de hipotecas, así como a la aplicación práctica de los mecanismos de indexación, condicionará de una manera definitiva los estándares de prepago en el mercado hipotecario español.

La existencia de un nivel excesivo de prepago, además de encarecer sensiblemente el proceso de titulización, desanimará a los inversores tradicionales de un mercado en el que habitualmente buscan, como factor positivo para sus inversiones, la estabilidad a largo plazo.

Además, las bases de datos correspondientes a las carteras históricas, en la mayoría de las entidades, carecen de la estructura necesaria para un proceso de titulización a bajo costo, menos aún

para gestionar, de una manera eficiente y económica, las sustituciones de inversión adecuadas que, como consecuencia de un excesivo prepago, fuera preciso efectuar para mantener una equivalencia razonable de flujos.

En consecuencia, no resulta probable que los próximos meses se caractericen por un crecimiento considerable de la actividad titulizadora. Como hasta el presente, las emisiones que se produzcan tendrán todavía para las entidades un carácter más experimental que económico.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—Al contrario de lo que ha ocurrido en otros países, el proceso de titulización en España no ha sido favorecido mediante un tratamiento fiscal estimulante. Más bien parece que ha primado la intención de frenar o poner límites a la titulización.

El artículo 4.º, 2, de la Ley 19/92 de 7 de julio, al establecer que no estarán sujetos a retención «*los rendimientos de las participaciones que constituyan ingreso de los Fondos de Titulización Hipotecaria*» sirvió de justificación para considerar sujetos a retención los rendimientos del resto de las participaciones, incluidas las adquiridas por las entidades de crédito.

Esta interpretación, que es considerada abusiva por la mayor parte de los expertos, acabó radicalmente con la vía más simple, económica y posiblemente eficaz de titulización hipotecaria.

Un mercado de participaciones hipotecarias circunscrito a las entidades de crédito podría facilitar los procesos de especialización, dotar de mayor flexibilidad y liquidez al sistema, facilitar la presencia en el mercado a entidades extranjeras sin establecimiento, compartir y syndicar riesgos y, en definitiva, incrementar el flujo de recursos estables al mercado. Es el papel que en USA cumplen con gran éxito los *straight pass-throughs*.

Los fondos de titulización, considerados en el período completo de vida para el que han sido diseñados, tienen, o cuando menos se prevé que tengan, un valor patrimonial nulo pero, con toda seguridad, la mecánica contable arrojará a lo largo de los ciclos anuales beneficios o pérdidas aparentes. Sólo su liquidación final determinará hasta qué punto el valor patrimonial es o no realmente nulo.

Su sometimiento al Impuesto de Sociedades al tipo general creará rigideces innecesarias y planteará, cuando menos, problemas prácticos de aplicación y liquidación.

Fenómenos tales como la dilución en la vida total del fondo de sus gastos de constitución o del resultado, positivo o negativo, de las eventuales ejecuciones y realizaciones de las garantías, tienen muy difícil solución con dicho impuesto.

Hubiese sido más razonable aplicar dicho impuesto, a tipo cero o uno, si se quería utilizar exclusivamente como herramienta de control, y tasar por otra vía la liquidación final del fondo, en caso de que se liquidase con beneficio.

Dada la naturaleza del fondo y las funciones de la gestora parece razonable que los servicios prestados por la misma estén exentos del IVA.

Es lamentable, en cambio, que no se haya previsto el mismo tratamiento para las comisiones de administración de los préstamos que, por idénticas razones a los servicios prestados por las gestoras, deben efectuar los emisores de las participaciones. Esta disposición obligará a utilizar fórmulas legales para eludir esta tasa, con el consiguiente riesgo frente a eventuales interpretaciones discrepantes del fisco y con detrimento de la transparencia en la estructura de costos del negocio.

Por último, parece lógico y razonable el sometimiento de la retención de los rendimientos satisfechos por el Fondo de Titulización.

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—España, con un saldo vivo de 13,5 billones de pesetas en crédito hipotecario, ocupa uno de los niveles más bajos de endeudamiento hipotecario por habitante de la unión europea. Para situarse en un nivel medio precisa multiplicar por tres el saldo actual.

En el pasado, los elevados tipos de interés han mantenido los plazos formales de amortización entre diez y quince años y el vencimiento medio efectivo de las carteras en torno a los siete años.

Por eso, a pesar de que las tasas de concesión bruta de préstamos se han mantenido muy elevadas durante los diez últimos años, el crecimiento del balance crediticio ha sido moderado.

Si se estabilizan los tipos de crédito hipotecario en valores de un dígito, la posibilidad real de alargamiento de las hipotecas aumentará considerablemente la capacidad de endeudamiento de las familias.

El efecto combinado del mayor plazo de vencimiento de los créditos y del crecimiento de la demanda, inducido por la reducción de las cuotas, provocará una fuerte expansión del crédito hipote-

cario vivo cuando se inicie un nuevo ciclo de crecimiento económico.

El mayor obstáculo para esta expansión puede venir de una eventual incapacidad del mercado español para aportar el flujo del dinero suficiente para financiarlo.

Parece evidente que será necesaria una apelación importante a los mercados exteriores, y para esta misión los BTHs pueden ser el vehículo fundamental.

Pero para que los BTHs españoles puedan estar en condiciones de sostener con éxito una competencia que será muy dura, es necesario perfeccionar al máximo su diseño y aquilatar su costo de transformación.

Las entidades tienen que dotarse de una tecnología que todavía no está extendida en nuestro mercado y dominarla, pero el gobierno a su vez tiene que retocar en profundidad el marco normativo, para ofrecer, *además de mayor variedad y flexibilidad de modalidades de títulos y emisiones*, una seguridad jurídica y de funcionamiento operativo, del que hoy carece el modelo de titulización española.

El régimen fiscal, sin necesidad de aportar incentivos, debe ser, por su simplicidad, transparencia, neutralidad y estabilidad, estimulante para el emisor y para el inversor.

La actividad hipotecaria, por su propia naturaleza, es una de las actividades financieras que inmoviliza mayor cantidad de recursos. El país que no consiga desarrollar instrumentos y mercados eficaces de refinanciación arruinará sus posibilidades de expansión o se verá sometido a un proceso de colonización.

—¿Qué van a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Por sus características financieras —*seguridad, plazo, liquidez y rentabilidad*— los títulos hipotecarios en general, entre ellos los BTHs, tienen en la deuda del Estado al competidor más directo, y en los inversores institucionales sus clientes más específicos.

Posiblemente no es casual que el declive en España del primer intento de crear un mercado de títulos hipotecarios coincidiese con el auge de la Deuda Pública ni que, al contrario que sucede con otros países con amplia tradición de economía de mercado (Alemania, Dinamarca, Francia, USA, etcétera), se haya negado activa y casi militante-

mente cualquier apoyo fiscal a su desarrollo desde la publicación de la Ley 14/85, de Régimen Fiscal de determinados activos financieros.

No obstante, el desarrollo que en España están teniendo las Instituciones de Inversión Colectiva y el previsible del sector de seguros incrementarán la demanda de inversiones de características similares a las que ofrecen los títulos hipotecarios.

La deuda del Estado no puede seguir creciendo a los ritmos que ha mantenido desde mediados de los ochenta. En consecuencia, si se sabe aprovechar la oportunidad, los BTHs pueden tener un hueco en los mercados financieros españoles difícilmente atendible por otros emisores distintos a los hipotecarios.

El reto real para las entidades españolas estará en no dejarse desplazar de ese mercado en expansión por emisores hipotecarios extranjeros y, a su vez, intentar tomar cuotas significativas en otros mercados exteriores.

Desde hace varios años, algunos gobiernos comunitarios se están esforzando en potenciar y proteger a sus emisores hipotecarios nacionales frente a la competencia dura que se avecina.

Por ahora, el gobierno español no ha hecho un sólo gesto orientado, de verdad y con sentido realista, a fortalecer un instrumento de refinanciación del mercado nacional de crédito hipotecario, ni en España ni mucho menos en el exterior.

El proyecto que representaba la Ley 2/81 se ha dejado languidecer, cuando no ha sido activamente perjudicado.

El que representan el RD 1289/91 y la Ley 19/92 lleva también camino de declinar antes de nacer, ante la pasividad oficial. Ha pasado ya tiempo suficiente para intentar los ajustes normativos de urgencia que el mercado requiere.

NOTAS

(1) El emisor conservará la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo y vendrá obligado a realizar cuantos actos sean necesarios para la efectividad y buen fin del mismo, abonando a los partícipes, incluso en caso de pago anticipado, el porcentaje que les corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses de acuerdo con las condiciones de la emisión.

(2) Cuando la suscripción y tenencia de las participaciones no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, se emitirán en escritura pública, de la que se tomará nota en el Registro de la Propiedad, al margen de la inscripción de la hipoteca correspondiente. Practicada la nota marginal, los terceros que adquieran algún derecho sobre el crédito hipotecario lo harán con la carga del pago de la participación y de sus intereses.

«LA TITULIZACION CRECE DE FORMA LENTA»

Juan DE LA MOTA GOMEZ-ACEBO
Consejero Delegado de Iberating

Juan de la Mota, *Consejero Delegado de Iberating*, de acuerdo con la Redacción de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, expone sus opiniones sobre

la «titulización hipotecaria» sin ceñirse a cada una de las preguntas que, en principio, había planteado esta revista. El resultado final es igualmente satisfactorio.

El desarrollo y crecimiento de la titulización en países distintos a los Estados Unidos ha resultado lento y menos previsible que lo que se podía anticipar hace unos años. Y aunque el futuro parece prometedor en algunos casos, el progreso será probablemente irregular durante los dos próximos años.

Las principales razones para titular son: gestión del balance, diversificación de los recursos y recursos más baratos. Sin embargo, en muchos países existen obstáculos significativos, tanto para el establecimiento como el ulterior desarrollo de títulos respaldados por activos hipotecarios. Dichos obstáculos pueden producirse, básicamente, a tres niveles diferentes: el del inversor, el marco legal y el del originador.

Los obstáculos desde el punto de vista del inversor son obvios. Debe existir, o crearse, una base fiable de inversores para las operaciones de titulización. Puede ser un problema de importancia el contar con inversores que conozcan lo referente a riesgos y rendimientos de estructuras casi siempre complejas.

Los principales impedimentos a nivel legal se refieren a las normas sobre títulos fiscales, sobre contabilidad, solvencia bancaria y de empresas, y marco legal global de un país determinado, tanto



en lo que se refiere a los activos como al emisor. En algunos países, las normas sobre títulos tienen que crearse o modificarse con el fin de hacer posible aspectos fundamentales de la operación de titulización, tales como la creación de entidades emisoras especiales. También debe establecerse una ponderación fidedigna del riesgo, con anterioridad al *pricing* de una emisión. Los reguladores deberán establecer líneas de conducta o emitir opiniones en relación con las operaciones propuestas.

De forma similar, las leyes fiscales relevantes, particularmente si son ambiguas, han demostrado ser un impedimento significativo en algunos casos. Las incertidumbres en cuanto a las responsabilidades tributarias, desde la óptica del inversor y/o el emisor, han retrasado o cancelado un gran número de titulizaciones.

Por último, las normas legales de un país determinado, en particular sobre quiebras, pueden poner obstáculos a la titulización. Por ejemplo, en Francia y España se necesitaron leyes específicas para permitir el desarrollo de la titulización. En países de derecho común, la falta de casos relevantes puede llevar a incertidumbre en lo que se refiere a la integridad de la estructura si el originador se convierte en insolvente, si la transferencia de activos está prohibida por ley.

Desde la óptica del originador, los impedimentos típicos incluyen: volumen insuficiente de activos homogéneos; la no notificación por parte del originador a sus clientes de la venta de su préstamo (es decir, el activo); y una falta de capacidad de los sistemas informáticos, tanto para la recogida de datos históricos de evolución de los activos como para la segregación y control de los activos titulizados después de la emisión. Casi sin excepción, la cantidad de recursos necesaria para la modificación de sistemas se ha subestimado de forma sustancial, y la lista de emisores potenciales que «trabajan para mejorar sus sistemas» crece de forma continua. Cada vez con más frecuencia, el nivel global de recursos que debe dedicarse a un proyecto total de titulización ha resultado ser mayor de lo previsto en la mayoría de los casos, particularmente si la titulización es la primera que se produce.

Al final prevalece el cálculo económico. Si la titulización no es rentable, el establecer una formulación legal y regulatoria que permita la titulización no dará como resultado una estructuración de las emisiones.

La titulización en España

En 1992 se aprobó una normativa (Ley 19/1992) que clarifica y reglamenta las operaciones de titulización. La Ley se basa en asegurar que las emisiones con garantía hipotecaria se excluyen totalmente del balance de un prestamista. La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha autorizado cuatro gestoras. El objetivo de un sistema que funciona con unas pocas gestoras es el facilitar la supervisión, así como favorecer la agrupación de activos.

La Ley establece también que los títulos cotizarán en un mercado secundario organizado (el sistema electrónico del mercado bursátil o la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros). Además, la Ley requiere que estos títulos estén calificados por una agencia de *rating* autorizada por la CNMV. En lo referente al tratamiento fiscal, estos títulos no ofrecen ninguna ventaja, ya que están sujetos a la retención estándar española del 25 por 100. Esta Ley ha hecho más atractiva la titulización, existiendo un gran número de entidades financieras españolas que han empezado a preparar este tipo de operaciones.

Análisis de la oferta

El volumen vigente de las hipotecas sobre viviendas en España a finales de 1992 era de 7,1

billones de pesetas. De acuerdo con los prestamistas hipotecarios españoles, entre el 10 y el 20 por 100 de esta cifra representa el mercado potencial de titulizaciones a medio plazo. La situación actual del sistema financiero español es probable que determine economías en la oferta de títulos con garantía hipotecaria:

Capitalización: Los niveles actuales de capitalización de la mayoría de las financieras españolas son muy fuertes. Por tanto, no es probable que la titulización se haga fundamentalmente para aumentar los *ratios* de capital.

Rentabilidad de los recursos propios: La titulización ofrece un medio de liberar fondos para inversión en nuevos créditos. La titulización permite a las entidades la obtención de nuevos márgenes de créditos a la vez que mantiene las comisiones por servicios y, por lo tanto, mejora la rentabilidad de los recursos propios. La crisis económica actual ha limitado las oportunidades de crecimiento del crédito de las entidades financieras españolas y, por tanto, ha disminuido el efecto de la desintermediación en la rentabilidad de los recursos propios. En un período de recuperación económica es probable que se restablezca la fuerte demanda del crédito, y que las consideraciones sobre la rentabilidad de los recursos propios se conviertan en la fuerza motora que respalde el mercado español de titulización.

Venta cruzada: Muchos clientes de bancos españoles concentran sus actividades financieras en un solo banco. Normalmente, dicho banco proporciona al cliente su préstamo hipotecario, que se ve seguido de otros productos tales como cuenta corriente, tarjeta de crédito, seguros, etcétera. Dichos productos se mantendrán con posterioridad a la titulización de la hipoteca. Por tanto, la titulización puede utilizarse para aumentar la cartera de productos bancarios basados en comisiones.

Coeficiente de caja: Los depósitos de las entidades financieras españolas están sujetos a una reserva de caja del 3 por 100. Esta reserva debe invertirse en el Banco de España, produciendo un tipo de rendimiento bajo. Esta obligatoriedad hace más atractiva la titulización, puesto que entidades que están financiando hipotecas con depósitos pueden evitar esta reserva de baja remuneración.

Provisión para insolvencias: Los bancos y cajas de ahorros españoles tienen que efectuar una provisión del 1 por 100 de los préstamos a un fondo genérico de provisiones. La titulización libera los fondos asignados a esta provisión.

Fondo de Garantía de Depósitos: Este fondo obliga a las entidades españolas de préstamo a pagar el 0,15 por 100 de sus depósitos en concepto de seguro. Esto representa un coste extra a los créditos basados en depósitos, y por tanto favorece también el ahorro que proporciona la titulación.

Perspectivas en España

Aunque existe un potencial para la titulación con garantía hipotecaria en España, se prevé que su avance sea modesto a medio plazo. Teniendo en cuenta que muchas entidades poco sofisticadas poseen sistemas informáticos deficientes, no es probable que vean claras las ventajas económicas de iniciar un proceso complejo y costoso de titulación de carteras hipotecarias relativamente pequeñas. El pequeño tamaño de algunos prestamistas podría no hacer rentable la financiación titulizada, incluso aunque se constituyera un *pool* con las carteras de varios prestamistas. Es probable que los pasos iniciales del mercado estén dominados por el Banco Hipotecario de España, de propiedad estatal, con una cuota del mercado hipotecario del 16 por 100, así como por los bancos más sofisticados pertenecientes al grupo de las mayores entidades crediticias españolas. Los

bancos menos sofisticados, cajas de ahorros y prestamistas más pequeños tardarán más tiempo en introducirse en el mercado, aunque representan una gran fuerza potencial a medio plazo.

La actividad no parece acelerarse, con tres emisiones lanzadas desde julio a diciembre de 1993. El mercado español de títulos privados a largo plazo es relativamente pequeño, con fuerte competencia por parte del Tesoro. La alta rentabilidad ofrecida por el Tesoro limita la capacidad del mercado de absorción de las emisiones titulizadas. La reducción de los tipos ofertados por el Tesoro aumentará la demanda de títulos con garantía hipotecaria.

La orientación de las emisiones hacia el mercado interno ha supuesto que los inversores españoles han desempeñado el papel principal hasta el momento. Es probable que algunas de las mayores emisiones españolas titulizadas estén dirigidas a los mercados tradicionales.

El desarrollo de títulos respaldados por otro tipo de activos puede producirse en el futuro, pero hasta la fecha el objetivo fundamental del gobierno y los organismos reguladores ha sido reducir los costes de los créditos hipotecarios, no habiendo producido fuertes estímulos ni incentivos financieros en lo referente a la titulación no hipotecaria.

«UNA ALTERNATIVA DE FINANCIACION PARA LAS ENTIDADES DE CREDITO»

Carlos EGEA KRAUEL
Director General de la Caja de Ahorros de Murcia

La regulación de los fondos de titulización hipotecaria le parece «positiva» a Carlos Egea, Director General de la Caja de Ahorros de Murcia, aunque considera que hay una serie de puntos que deberían

ser objeto de posteriores desarrollos o modificaciones. También opina que al régimen fiscal aprobado le falta claridad y puede generar algunas incertidumbres en el futuro.

—¿Qué opinión le merece la regulación de los fondos de titulización hipotecaria?

—En general, se puede calificar de positiva la regulación de los fondos de titulización hipotecaria, ya que inicia las posibilidades de movilización de activos de las entidades financieras, favoreciendo la gestión de su balance.

No obstante, hay una serie de puntos que deberán ser objeto de posteriores desarrollos o modificaciones. Entre estos aspectos cabe destacar:

- Ampliación del proceso de titulización de otros activos diferentes a los préstamos hipotecarios.
- Posibilidad de sustitución de las Sociedades Gestoras de los Fondos en el caso de dificultades por estas entidades.
- Mayor flexibilidad documental (administrativa) en la generación de las participaciones hipotecarias que nutren el activo de los fondos. Los requisitos actuales son perfectamente válidos para la emisión de pocas participaciones, pero suponen procesos muy costosos en el caso de emisiones masivas.
- La obligatoriedad de calificación crediticia de las emisiones, de su representación mediante anotaciones en cuenta y su cotización en un mercado organi-



zado en España, pueden restar flexibilidad a determinadas emisiones con carácter privado y restringido a determinados emisores que no valoren tales limitaciones.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—La bajada de tipos de interés puede suponer un aumento de las tasas de amortización anticipada de los préstamos hipotecarios de determinadas entidades (máxime si finalmente se reducen los costes legales de la refinanciación de hipotecas). Este aumento de amortizaciones puede suponer una aceleración del ritmo previsto de amortización de las emisiones realizadas por los Fondos.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—Sin lugar a dudas el régimen fiscal aprobado para los fondos puede considerarse como falto de claridad y generador de incertidumbres en el futuro.

A este respecto cabe destacar que ha sido necesaria una nota aclaratoria de la Dirección Nacional de Tributos para poder iniciar el proceso de emisiones.

La Ley considera los Fondos sujetos al Impuesto sobre Sociedades, pese a establecer que estas entidades deben tener en todo momento un patrimonio nulo. El principal problema radica en que, pese a que el patrimonio neto sea nulo, pueden darse diferencias temporales entre la materialización de ingresos y gastos, que en algún momento, al aplicar los criterios de devengo fiscales, puedan originar alguna carga fiscal en un instrumento que debería mantener la neutralización fiscal.

«Un buen instrumento para aquellas entidades que tengan dificultades en la consecución de un nivel adecuado de recursos propios»

Otro punto origen de controversia es la sujeción al IVA de las comisiones de administración de las participaciones hipotecarias que cobre la entidad emisora de tales participaciones.

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—Creo que los fondos de titulización son una alternativa de inversión más, fundamentalmente para inversores institucionales en una primera fase, alternativa que se puede extender a otros activos susceptibles de titulización como el crédito al consumo, las carteras de *leasing*, etc., si es que el gobierno acomete la reglamentación que el sector empieza a demandar.

Por otro lado, y en cuanto a las entidades dispuestas a ceder sus préstamos hipotecarios para la creación de los títulos, su utilización dependerá de las características del balance de las mismas. Lógicamente, será un buen instrumento de gestión del balance para aquellas entidades que tengan

dificultades en la consecución de un nivel adecuado de recursos propios y para aquellas con problemas de liquidez. Situación esta en la que no se encuentran la mayoría de las Cajas de Ahorros que, con un buen nivel de recursos propios y sin problemas de liquidez, dirigen su estrategia al incremento de su cartera crediticia.

—¿Qué van a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Los Bonos de Titulización Hipotecaria emitidos por los fondos de titulización son, como ya he comentado, por su propia naturaleza un producto destinado a inversiones institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.), por lo que su análisis ha de realizarse dentro de este ámbito de referencia.

El producto, en definitiva, supone una alternativa de financiación para las entidades de crédito que hasta la fecha no han sido muy activas en España en la búsqueda de financiación institucional, centrándose más en la «guerra» del ahorro de las economías domésticas.

En la medida en que el proceso de desintermediación de la actividad financiera en España se siga desarrollando con el crecimiento de los fondos de inversión, pensiones, seguros, etc., se incrementará la apelación de las entidades de crédito a los recursos captados por estas instituciones, siendo los Fondos de Titulización un instrumento más para canalizar hacia el crédito estos recursos.

En consecuencia, cabe señalar que los productos que competirán con estos bonos serán las emisiones de renta fija realizadas tanto por el Estado como por las entidades industriales y financieras.

«UN PROCESO COMPLEJO, DIFÍCIL, LENTO Y CARO»

Juan Vicente TELLO CALVO
Consejero de CECA, TINSA y Ahorro Hipotecario

La regulación española se ha fijado demasiado en legislaciones de países en los que el mercado hipotecario no tiene ningún parecido con el español, es la opinión

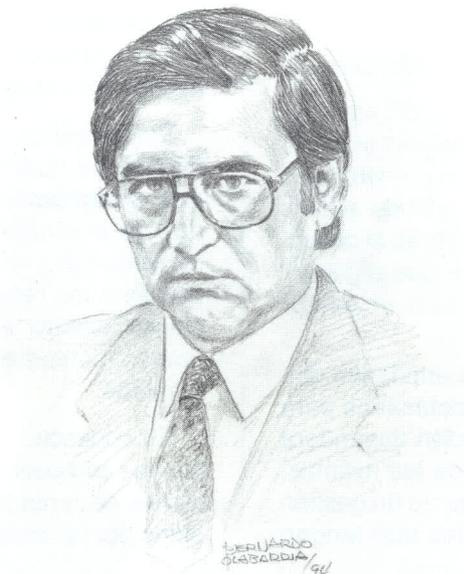
de Juan Vicente Tello Calvo. Añade que el que se trate de «fondos cerrados» resta agilidad al mercado y advierte sobre los riesgos de la «amortización anticipada».

—¿Qué opinión le merece la regulación de los fondos de titulización hipotecaria?

—Según mi criterio, la regulación española se ha fijado en demasía en legislaciones de países en los que el mercado de préstamos hipotecarios no tiene parecido alguno con el español: ni en el aspecto normativo, ni en su funcionamiento, ni en el juego de los integrantes del mismo. Debido a ello, su nacimiento se ha visto como algo alejado de nuestra realidad. Tampoco hay que olvidar que el proceso de titulización hipotecaria no ha conseguido implantarse en diversos países europeos, a pesar de las expectativas iniciales.

Descendiendo a detalles concretos, creo que no beneficia en nada al proceso titulizador el que se trate de «fondos cerrados», lo que resta agilidad al mercado al imposibilitar la sustitución de préstamos hipotecarios convertidos en «problemáticos» por otros de mayor calidad. Ello implica un mayor esfuerzo en la obtención de garantías colaterales: seguros o emisiones subordinadas, con el consiguiente incremento de los costes.

Lo anterior se ve amplificado con el incremento del riesgo de amortización anticipada a que esta-



mos asistiendo como consecuencia del cambio de acreedor hipotecario derivado de la llamada «guerra de las hipotecas».

Por último, conviene señalar que la traslación a la práctica de las normas legales ha dado lugar a una serie de problemas que no han favorecido en nada el proceso de que tratamos.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—El TIR al que deban emitirse los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH) estará en función de los TIR a que se cedan los productos financieros competidores directos de los BTH: deuda pública y renta fija privada, en cuanto a los inversores institucionales, y de las expectativas de crecimiento de los fondos de inversión, en cuanto a los inversores particulares.

En estos momentos aún no está definido con nitidez por el mercado cuál ha de ser el diferencial en más entre este nuevo instrumento y la deuda pública.

Ahora bien, si partimos de unas Participaciones Hipotecarias (PH) con altos tipos de interés por provenir de operaciones anteriores a la actual baja-

da de tipos, es más fácil titular, ya que el margen de maniobra es mucho mayor. No obstante, para mí no es tan importante este hecho de la bajada de los tipos como su necesaria matización en relación a la posibilidad de nuevas inversiones con el producto de las PH y su rendimiento y al coste de otras fuentes de financiación alternativas.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—Distinguiría tres fiscalidades:

a) La referida al propio Fondo, en principio irrelevante por cuanto, aunque sujeto al Impuesto de Sociedades, por su propia naturaleza no debe producir beneficios gravables.

b) La que afecta a la Gestora, derivada de las diferentes comisiones que se generan y que según su naturaleza pueden estar o no sujetas a IVA, dando lugar a un mayor coste de transformación o administración.

c) La que repercute en el tenedor final de los títulos, que, al estar incursos en el régimen general, no ofrece ventaja competitiva alguna con el resto de los productos competidores. Incluso se presenta totalmente negativa si se compara con la fiscalidad existente para los fondos de inversión.

«Para la Deuda Pública no va a suponer en modo alguno competencia, tanto porque el volumen a emitir no se presupone significativo como porque el nivel de precios está referenciado en ella»

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—El proceso titulizador, tal como se ha diseñado en España, parece complejo, difícil, lento y caro, sobre todo si se desea emitir con *rating* alto. Bajo mi particular criterio, queda fuera del circuito del inversor particular, a no ser en operaciones pequeñas y dirigidas «comercialmente» a clientes de la propia entidad financiera emisora de las PH iniciales.

Para hacer el proceso más barato, vía reparto de costes fijos, el volumen mínimo de cada Fondo debe ser de 5.000 millones de pesetas, lo cual

excluye a muchos potenciales emisores. A este respecto, hay que indicar que es bastante más complicado el lanzamiento de BTH a partir de participaciones hipotecarias de varios emisores.

Una posible vía de colocación, al menos de momento, es el mercado exterior, jugando con tipos elevados y altos *rating*, aunque este método igualmente encarece el proceso.

Por último, la divulgación de este producto, su vulgarización, no se ha podido llevar a cabo de manera efectiva, por cuando han trascendido en demasía los múltiples problemas que han sufrido los Fondos hasta ahora constituidos, lo que ha dejado en el mercado una impronta negativa.

—¿Qué va a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Yo analizaría la cuestión bajo los siguientes aspectos:

a) Conocimiento del producto por parte del mercado prácticamente nulo, lo que sería fácilmente superable mediante la correspondiente campaña.

b) Existencia de mercado secundario al estar obligadas las emisiones a cotizar en un mercado organizado. Las realizadas hasta ahora cotizarán para la AIAF, aunque aún es prematuro analizar su volumen, frecuencia y liquidez.

c) Creencia por parte de determinadas entidades financieras de la no practicidad de este producto por cuando no representa ninguna ventaja, ni de activo ni de pasivo, sobre otros productos alternativos que sí se están utilizando.

d) Puede apoyar su implantación el decidido apoyo que pudieran darle grandes Bancos o Cajas de manera que forzara al resto del sector a lanzarse, bien por mimetismo, bien por imagen.

e) Para la deuda pública no va a suponer en modo alguno competencia, tanto porque el volumen a emitir no se presupone significativo, al menos a medio plazo, como porque el nivel de precios está referenciado en ella.

f) En cambio, sí puede afectar negativamente a la renta fija privada, vía adquisición por parte de los fondos de inversión.

«LOS FONDOS DE TITULIZACION DEBEN ACENTUAR LA TENDENCIA DESCENDENTE DE LOS TIPOS DE INTERES DE LOS PRESTAMOS HIPOTECARIOS»

Juan José TORIBIO
Presidente de Caixa Bank Monaco y de Inverbán, SVB, S. A.

Para Juan José Toribio, Presidente de Caixa Bank Monaco y de Inverbán, SVB, S. A., la valoración de la ley es positiva, aunque coincide con otros expertos en que es susceptible de mejora.

Defiende que, en futuras reformas, debería contemplar un «tratamiento fiscal más favorable, así como estímulos para solicitar la admisión a cotización en mercados organizados fuera de España».

—¿Qué opinión le merece la regulación de los fondos de titulización hipotecaria?

—Creo que la regulación de este tipo de fondos, llevada a cabo por la Ley 12/1992, debe ser valorada positivamente. Con anterioridad a la misma, se daba a los inversores una posibilidad muy limitada de participar en el mercado de créditos hipotecarios, que sólo podía ejercerse a través de la adquisición de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. La creación de los nuevos Fondos de Titulización, al facilitar la movilización de los créditos hipotecarios, aporta un nuevo vehículo de participación en el mercado. La emisión masiva y estandarizada de valores de renta fija, como contrapartida a un activo integrado por créditos hipotecarios, ha demostrado ya su eficacia en casi todos los sistemas financieros desarrollados, por lo que se echaba de menos su regulación en el mercado español. Ciertamente, la Ley 19/1992 vino a cubrir un vacío importante.

Sin embargo, la nueva regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria es susceptible de mejora. En futuras reformas de la misma cabría plantear aspectos como un tratamiento fiscal más favorable, estímulos para solicitar la admisión a cotización en mercados organizados fuera de España,



posibilidad de extender la titulación a otros derechos de crédito, etc. En realidad, la Ley 19/1992 representa sólo la apertura de un nuevo mercado financiero que está llamado a alcanzar dimensiones considerables en el futuro.

—¿Cómo considera que influirá en su desarrollo la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios?

—Probablemente existirán dos tipos de influencia que, en mi opinión, operarán en sentido inverso.

En primer lugar, la propia experiencia de los Fondos de Titulización debe acentuar la tendencia descendente de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios, puesto que aporta al mercado unos recursos líquidos que, en ausencia de los Fondos, se habrían dirigido a colocaciones alternativas.

A su vez, la bajada de tipos de los créditos hipotecarios (cualquiera que sea su causa) no dejará de tener un impacto moderador sobre el desarrollo de los Fondos de Titulización. Si la reducción de tipos de interés de los activos (créditos) y pasivos (emisiones) de los Fondos de Titulización fuera paralela y además similar a la de otros mercados financie-

ros, el impacto final debería ser neutro. Pero tal sincronía en la evolución de los tipos se da muy raras veces, por lo que es inevitable la aparición de incertidumbres que pueden afectar con especial intensidad a un mercado financiero en estado embrionario. Ciertamente habría sido más positivo para el desarrollo del mercado que los Fondos de Titulización hubieran nacido en un contexto de tipos de interés al alza, pero uno no siempre puede elegir las circunstancias de su nacimiento.

—¿Qué opinión le merece el régimen fiscal aprobado?

—De acuerdo con la Ley 19/1992, los Fondos de Titulización Hipotecaria vienen sujetos al Impuesto de Sociedades a tipo general, lo que les diferencia claramente de los Fondos de Inversión Inmobiliaria y de las restantes entidades de inversión colectiva.

En la práctica, sin embargo, la relevancia de este gravamen puede ser de orden menor. En efecto, dada la estructura financiera de los Fondos de Titulización Hipotecaria, en los que los flujos de tesorería de los títulos emitidos deben coincidir con los generados por los créditos hipotecarios que constituyan el activo (excepto por el efecto de los gastos de administración y gestión), el impacto fiscal debería ser prácticamente nulo.

«Creo que el desarrollo inicial será lento. Es necesario que los inversores potenciales se familiaricen con el producto»

Sólo en el caso de desfases temporales de flujos podrían aparecer bases imponibles positivas, pero la propia Ley 19/1992 permite a los Fondos de Titulización Hipotecaria neutralizar esas diferencias mediante permutas y otras operaciones de ingeniería financiera. La recaudación tributaria obtenida de los Fondos de Titulización será, pues, prácticamente nula, por lo que, aunque sólo fuera a efectos de estética, podrían haberse equiparado fiscalmente estos Fondos a las restantes entidades de inversión colectiva.

—¿Cuál espera que sea su desarrollo futuro?

—Creo que el desarrollo inicial será lento, y que en esa lentitud influirá no sólo la circunstancia, antes descrita, de tipos de interés a la baja, sino la conveniencia de que las instituciones financieras y las agencias de *rating* perfeccionen el sistema de calificación de riesgos asumidos en la cartera de créditos, así como la necesidad de que los inversores potenciales se familiaricen con el producto.

No obstante, la experiencia de otros países ha demostrado que, cuando los Fondos de Titulización superan el lento proceso inicial y alcanzan una cierta masa crítica, se entra en una fase de crecimiento espectacular, hasta el punto de que los Fondos llegan a ocupar no sólo un lugar destacado en el sistema financiero, sino que constituyen uno de los principales resortes de apoyo al sector de la construcción de viviendas.

—¿Qué van a suponer en cuanto a competencia con otros productos financieros?

—Las emisiones de los Fondos de Titulización Hipotecaria son pasivos financieros emitidos a largo plazo, aunque en ocasiones (si ésta es la fórmula elegida) están sujetos a una amortización progresiva, lo que exige una reinversión continua si se desea mantener el portafolio al nivel inicial. Tienen una calificación (*rating*) en cuanto a su riesgo de insolvencia y esperamos que cuenten, además, con una amplia liquidez proporcional por su cotización en mercados secundarios eficientes.

Todas estas características los configuran como un producto financiero especialmente atractivo para inversión de los recursos de compañías de seguros, fondos de pensiones y, en general, inversiones institucionales. En este sentido competirán directamente con las emisiones a largo plazo del Estado y organismos públicos y de compañías privadas de reconocida solvencia. Aunque su volumen no es todavía muy alto, la actual escasez de emisiones privadas los configuran como una clara alternativa de inversión.