

La titulización en España: pasado, presente y ¿futuro?

María del Rosario Martín Martín*

1. Introducción

La titulización ha tenido una especial relevancia en el mercado financiero español durante las dos últimas etapas de la economía española. Durante los años de crecimiento económico, se convirtió en uno de los instrumentos más utilizados para obtener recursos con los que hacer frente a una demanda creciente de financiación, tanto por parte de los particulares como de las empresas. Posteriormente, ante el cierre del mercado interbancario y la imposibilidad para acceder a los mercados de deuda corporativa, las entidades financieras españolas encontraron en la titulización el modo de acceder a los programas articulados por las instituciones nacionales y europeas para inyectar liquidez al sistema financiero.

No está claro el papel que jugará la titulización en los mercados financieros durante los próximos años, ya que el marco legislativo puesto en vigor a raíz de la crisis financiera, que afecta directamente a la titulización, no pretende reactivar este mercado sino corregir los errores y abusos cometidos en el pasado. Por tanto, es previsible que la titulización se vea sometida a un mayor número de requisitos normativos, como el aumento de los requerimientos de capital o la elaboración de nuevos y mayores paquetes de información para su difusión en los mercados, que la coloque en desventaja respecto a otros productos financieros.

2. Un repaso a la titulización en España

Las primeras emisiones de titulización se realizaron en 1993, un año después de aprobarse el marco jurídico específico para este tipo de operaciones¹. El objetivo que se marcaba el legislador al introducir este instrumento financiero en el mercado español era contribuir a abaratar la financiación para la adquisición de vivienda, favoreciendo una mejor movilización de los préstamos hipotecarios dentro del sistema financiero. Los legisladores pronto se percataron de los beneficios que podría suponer la inclusión de otros derechos de crédito en el ámbito de la titulización y con la mira puesta en mejorar el acceso de la pequeña y mediana empresa española a la financiación bancaria, ese mismo año se extendió² el régimen previsto para la titulización de préstamos hipotecarios a otros préstamos y derechos de crédito.

A pesar del esfuerzo para involucrar a otros sectores de la economía en la titulización, durante los primeros seis años, mayoritariamente, se titularon préstamos hipotecarios. La cesión de los préstamos se hacía a través de la emisión de participaciones hipotecarias. Dichas participaciones agrupaban, únicamente, préstamos que cumplieren una serie de requisitos, como: constar de hipoteca con rango de primera

¹ Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.

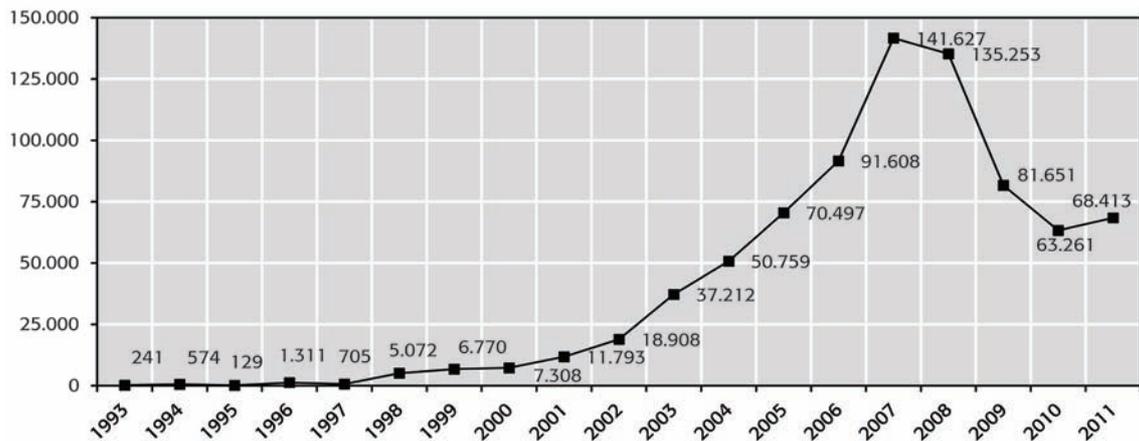
² Real Decreto-ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo.

* Técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Gráfico 1

EMISIONES DE BONOS DE TITULIZACIÓN: 1993-2011

millones de euros



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

sobre el pleno dominio, que el préstamo no superase el 80% del valor de tasación del inmueble o la obligación de tener suscrito un seguro de daños. Todo ello permitió la creación de un activo titulado de alta calidad lo cual, unido a la sencillez en el diseño financiero de los primeros fondos, llevó a una valoración positiva de estas estructuras en los mercados financieros y, en consecuencia, a una demanda creciente de los valores de titulización españoles, tanto entre inversores nacionales como internacionales.

Entre 1993 y 1999 las emisiones de bonos de titulización pasaron de 241 a 6.770 millones de euros, lo cual da una muestra del interés que despertó este tipo de operaciones entre originadores e inversores. Pero fue después de la caída de las bolsas, como consecuencia de la depreciación de las empresas de las nuevas tecnologías a principios de los años 2000, cuando la titulización comenzó a experimentar un crecimiento exponencial (gráfico 1), impulsado por el auge de los negocios inmobiliarios.

Para tener una intuición de la importancia que pudo haber supuesto la titulización en la expansión inmobiliaria de los primeros años del nuevo milenio, baste decir que, de acuerdo con los datos publicados por la Asociación Hipotecaria Española³, las disposiciones brutas de crédito hipotecario entre los años 2000 y 2006 ascendieron a 1.166 miles de millones de euros, mientras que el volumen agregado de bonos de titulización respaldados por préstamos hipotecarios, emitidos en ese mismo

periodo, ascendió a 214.200 millones de euros, lo cual supone un 18% del mercado hipotecario español generado en esos años.

A partir de 2002, el despegue de la titulización de préstamos hipotecarios se vio impulsado por una nueva modificación legislativa⁴ que permitió aumentar la proporción de carteras hipotecarias que podían ser cedidas a los fondos de titulización, incluyendo todos aquellos préstamos que no reuniesen los requisitos establecidos para las participaciones hipotecarias.

Aunque la titulización de préstamos hipotecarios para la construcción y adquisición de viviendas ocupó, durante el periodo de expansión, un lugar predominante con una participación superior al 70% de todos los activos titulizados, también se realizaron otro tipo de operaciones, principalmente con préstamos a pequeñas y medianas empresas, en las que, normalmente, una o varias de las series de bonos emitidas contaban con el aval del Estado español o de alguna comunidad autónoma. La participación de otros activos como préstamos para la compra de automóviles o para el consumo fue siempre residual, aunque con una presencia constante a lo largo de los años.

Con el inicio de la crisis financiera en 2007, la demanda de valores de titulización en los mercados desaparece por completo. Sin embargo, la actividad emisora entre los años

³ Informe del Presidente a la Asamblea General de la Asociación Hipotecaria Española 2006.

⁴ El artículo 18 de la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero introdujo la figura del certificado de transmisión hipotecaria.

2007 y 2012 se ha mantenido (ver gráfico 1) debido, por un lado, a la puesta en marcha de iniciativas gubernamentales relacionadas con la provisión de liquidez al sistema financiero⁵ y, por otro lado, a la actividad del Banco Central Europeo a través de sus programas de adquisición temporal de activos de entidades privadas y de operaciones de crédito con garantía de activos. De hecho, durante este período las emisiones de valores de titulización han sido diseñadas, en su mayor parte, para que los originadores pudieran beneficiarse de alguna de estas facilidades.

No obstante, a partir de 2009, la actividad de titulización en España ha sufrido un acusado descenso, con los mercados cerrados para este tipo de productos y un tratamiento cada vez más restrictivo desde las instituciones⁶, las entidades financieras han optado en los últimos años, por utilizar sus carteras hipotecarias para la emisión de cédulas, valores que les sirven también para acceder a los mecanismos de obtención de liquidez del Banco Central Europeo y que, puntualmente, han encontrado un hueco en el mercado de inversores institucionales.

Aún así, en 2011 España fue el tercer originador de titulizaciones a nivel europeo, únicamente superada por Gran Bretaña y Holanda y, en junio de 2012, el mercado español de bonos de titulización en circulación ascendía a 368.517 millones de euros, el segundo por tamaño después del británico⁷.

A diferencia de lo que ocurre en otros países, en los que existe una variedad de originadores, en España las entidades de crédito han sido las principales promotoras de titulizaciones. Antes del inicio de la crisis, las cajas de ahorro fueron las más activas, en concreto, el 60% de los bonos emitidos hasta el año 2006, cerca de 180 mil millones de euros, estaban respaldados por préstamos pertenecientes a sus carteras y a continuación se situaban los bancos con el 34%. Sin embargo, entre 2007 y 2011, los bancos pasaron a ser los principales actores del sector, originando el 46% de todo lo emitido, 223.576 millones de euros, y las cajas de ahorros ocuparon el segundo lugar con el 40%. La participación de otros agentes como sociedades no financieras o establecimientos financieros de crédito ha sido siempre residual.

⁵ En octubre de 2008 se constituyó el Fondo de Adquisición de Activos Financieros. El Fondo compró cédulas hipotecarias y bonos de titulización con la máxima calificación crediticia por un importe de 19.341 millones de euros.

⁶ En 2010, el Banco Central Europeo empezó a exigir que los valores de titulización debían estar calificados por, al menos, dos agencias de *rating* y elevó el descuento aplicable hasta el 16%.

⁷ De acuerdo con los datos publicados por la Association for Financial Markets in Europe y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Los inversores en titulizaciones: la otra cara de la moneda

Desde el primer momento, la titulización española despertó interés entre los inversores extranjeros. En 1993 estos adquirieron el 14% de los valores emitidos y su presencia fue aumentando gradualmente hasta situarse en torno al 50%, en los años de bonanza económica. La demanda de estos inversores estaba centrada en las series de bonos con las mejores calificaciones crediticias y aunque la compra de valores respaldados por préstamos hipotecarios prevaleció por el ser el activo más ofertado, los inversores extranjeros también adquirieron otro tipo de titulizaciones como las de préstamos al consumo o para la compra de automóviles.

Dentro del mercado nacional, las entidades de crédito han sido las principales compradoras de valores de titulización, concentrando en torno al 90% de toda la demanda nacional, mientras que las entidades de inversión y las compañías de seguros se sitúan en un segundo plano con porcentajes en torno al 3% de todo lo emitido. Una vez colocados los valores en mercado, las transacciones⁸ no han sido importantes ya que la posibilidad de obtener rentabilidades por encima de mercado incentivaba a los tenedores de estos valores a mantenerlos en sus carteras hasta el vencimiento.

Después de más de una década de crecimiento continuado, a finales de 2007 los mercados se cerraron para la titulización y, desde entonces, la práctica totalidad de las emisiones ha sido retenida por los originadores. La causa de la paralización de la demanda de titulizaciones en los mercados, no solo en España sino a nivel mundial, hay que buscarla en la crisis de los préstamos *subprime* estadounidense. El incremento de los tipos de interés llevado a cabo por la Reserva Federal desde el año 2005⁹ y la caída del precio de la vivienda hizo aumentar la morosidad y las ejecuciones hipotecarias. Como cabría esperar, los bonos respaldados por préstamos *subprime* fueron los primeros en notar los efectos de los impagos, provocando serios quebrantos en las instituciones que habían tomado posiciones en este tipo de activos. Rápidamente, la inestabilidad se trasladó al sistema financiero europeo que también había invertido en titulizaciones estadounidenses vinculadas a préstamos *subprime* y, desafortunadamente, la incertidumbre sobre la calidad crediticia de los activos se extendió también al resto de activos titulizados. El resul-

⁸ No se toman en cuenta las operaciones simultáneas registradas en el mercado secundario, en las que los valores de titulización han sido muy utilizados.

⁹ Entre 2004 y 2006, el tipo oficial pasó del 1% al 5,25%.

Cuadro 1

VENCIMIENTOS DE BONOS DE TITULIZACIÓN
 (Importes en millones de euros)

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 en adelante
24.864	51.358	34.468	35.914	36.480	26.241	24.810	18.248	22.704	9.061	64.330

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

tado fue la retirada de los inversores del mercado de la titulización.

En noviembre de 2012 el saldo vivo de los bonos de titulización en circulación en mercados secundarios españoles ascendía a 367.270 miles de millones de euros, de los que en torno al 70% estaban respaldados por préstamos hipotecarios vinculados a la compra, construcción o rehabilitación de viviendas. Desde el año 2009, la masa de bonos de titulización en circulación ha disminuido en torno a un 23%, debido, en primer lugar, a la ralentización de la actividad emisora que no llega a compensar las amortizaciones y en segundo lugar, y como consecuencia del progresivo deterioro de las calificaciones crediticias de los bonos de titulización españoles, que ha dejado a muchas series fuera de la posibilidad de ser utilizadas como garantía ante el Banco Central Europeo, las entidades de crédito que retenían los bonos en sus carteras están amortizándolos anticipadamente y liquidando los fondos.

La siguiente tabla muestra el calendario de vencimientos de bonos previsto para los próximos años, de acuerdo con la última información remitida por las sociedades gestoras de fondos de titulización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹⁰, en adelante CNMV. Según ella, en 2013 vencerán bonos por un importe nominal cercano a los 25.000 millones de euros y en los próximos cinco años los vencimientos acumulados ascenderán hasta los 183.000 millones de euros, lo cual supone casi la mitad del importe que se encuentra actualmente en circulación. El mayor peso específico de los vencimientos en los próximos años se debe, en gran medida, a la importancia que han tenido en los últimos años los fondos de titulización respaldados por cédulas hipotecarias, que tradicionalmente están diseñados para que los bonos emitidos tengan vidas medias que oscilan entre uno y diez años.

En todo caso, hay que tener en cuenta que los bonos

¹⁰ Datos a junio de 2012.

de titulización no cuentan con un calendario fijo de amortización sino que a medida que los particulares van haciendo frente a las obligaciones de pago de sus préstamos, los flujos de efectivo se trasladan a los bonos, de manera que las amortizaciones de principal de los bonos están afectadas por las tasas de morosidad de los activos subyacentes o por las amortizaciones anticipadas practicadas por los titulares de los préstamos.

En este sentido, de acuerdo con los datos enviados por las gestoras de fondos a la CNMV, a 30 de junio de 2012, los activos titulizados clasificados como dudosos ascendían a 7.342 millones de euros, que supone el 2,68% del importe pendiente de amortización. Los mayores porcentajes de préstamos dudosos estaban concentrados en los fondos de préstamos para la automoción y el consumo con el 7,39% y empresas con el 6,48%, mientras que tan solo el 1,96% de los activos hipotecarios estaba calificado como dudoso. A pesar de que los fondos están experimentando tasas de morosidad superiores a las que históricamente venían registrando las carteras de activos titulizados, a junio de 2012, el principal impagado de los bonos ascendía, tan solo, a 76 millones de euros, lo cual suponía el 0.021% de los principales pendientes de pago.

4. Novedades legislativas en el mercado de la titulización

La crisis financiera puso de manifiesto numerosas deficiencias a lo largo de toda la cadena de titulización, entre las que destacan, por su relevancia, la posible falta de incentivos por parte de los originadores para crear activos de calidad, la escasa transparencia en la evolución de las carteras y en el funcionamiento de los fondos, la complejidad de las estructuras de titulización o la excesiva confianza de los inversores en las calificaciones emitidas por las agencias de *rating*.

Con el objetivo de corregir los fallos identificados, los reguladores han llevado a cabo una intensa actividad legislativa. Muchas de las novedades que afectan a la titulización se han introducido a través de una serie de modificaciones a la Directiva de Adecuación del Capital¹¹, a la que entidades de crédito están sometidas. Una de las principales se refiere al nuevo mecanismo de retención de riesgos por parte de los originadores en sus propias titulaciones para mejorar los niveles de calidad en las prácticas de originación del crédito. Asimismo, la nueva normativa obliga a los originadores a mejorar los mecanismos de información sobre las carteras de activos titulizados en el momento de la constitución de los fondos y durante la vida de los mismos. Los inversores, por su parte, deberán poner en marcha procedimientos internos para el análisis y seguimiento de los valores que incorporen en sus carteras y se prevén penalizaciones, en forma de mayores exigencias de capital, a la adquisición de titulaciones complejas o re-titulaciones.

También con el objetivo de mejorar la información sobre la evolución de las carteras de derechos de crédito titulizados, el Banco Central Europeo está desarrollando una central de registro de datos europeos para el procesamiento, verificación y transmisión de datos de los préstamos que respaldan valores de titulización, y que son utilizados como colaterales en las operaciones de las instituciones financieras con este organismo.

Con respecto a las agencias de rating, la Comisión Europea ha revisado su ámbito de actuación¹², al tiempo que está intentando reducir la dependencia de organismos públicos e instituciones financieras de las calificaciones emitidas por este tipo de empresas.

En los próximos años, el calendario de reformas legislativas prevé la puesta en marcha de otro paquete de medidas para la reforma del sistema financiero europeo conocido como CRD IV, que introduce el cumplimiento de una serie de ratios¹³. De acuerdo con los primeros borradores, los valores de titulización quedan excluidos de la consideración de activos elegibles para el cálculo de dichas ratios, lo cual hace suponer que inversores y originadores se verán penalizados en términos de mayores requerimientos de capital por las operaciones de titulización en las que participen.

¹¹ Las modificaciones conocidas como CRD II y CRD III.

¹² Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre agencias de *rating* y modificaciones posteriores.

¹³ Ratio de cobertura de liquidez a corto plazo, ratio de cobertura de liquidez a largo plazo y ratio de apalancamiento.

Los agentes del mercado han mostrado su preocupación por el impacto que todas estas medidas puedan tener sobre la titulización y existe la creencia de que supondrán una contracción, aún mayor, del mercado de titulización.

La industria de titulización europea encabezada por la EFSRT (*European Financial Services Round Table*¹⁴) y AFME (*Association for Financial Markets in Europe*) están trabajando en la creación de una titulización de alta calidad denominada de *Prime Collateralised Securities* o, por sus siglas en inglés, *PCS*, que impulse de nuevo la titulización europea. El objetivo central de este proyecto es mejorar la estandarización de las estructuras de titulización y conseguir un producto final de calidad ampliamente reconocido por el mercado, con unos requisitos determinados en lo que se refiere a transparencia, simplicidad y homogeneidad

5. Conclusiones

Pasados cinco años desde el inicio de la crisis financiera, la titulización sigue padeciendo el estigma de ser uno de los causantes de la inestabilidad económica que padecemos en estos momentos. Si bien es cierto que se observa una cierta recuperación de esta actividad en algunos países como Estados Unidos y Gran Bretaña, sin embargo, la titulización española está experimentando una progresiva contracción, tanto en la actividad emisora como en el volumen del saldo vivo en circulación en los mercados.

No obstante, desde ámbitos regulatorios y desde los foros del mercado se ha reclamado la valía de la titulización como instrumento de financiación de la economía real y la necesidad de recuperar esta actividad sobre unas bases sólidas, corrigiendo los errores cometidos en el pasado. Asimismo, existe un consenso en la necesidad de evolucionar hacia operaciones de titulización más sencillas, estandarizadas y con información accesible a los inversores, que permita la formación de un producto de calidad y devuelva el interés de los mercados financieros por este tipo de operaciones.

¹⁴ Asociación en la que participan entidades financieras españolas como el Banco Santander o el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.